

BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

noviembre 2000

boletín económico

noviembre 2000

BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España difunde sus informes más importantes
y la mayoría de sus publicaciones a través de la red
INTERNET en la dirección <http://www.bde.es>.

Siglas empleadas

AAPP	Administraciones Públicas	IME	Instituto Monetario Europeo
AFROS	Activos Financieros con Retención en Origen	IMSERSO	Instituto de Migraciones y Servicios Sociales
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INE	Instituto Nacional de Estadística
AIE	Agencia Industrial del Estado	INEM	Instituto Nacional de Empleo
ANFAC	Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones	INH	Instituto Nacional de Hidrocarburos
		INI	Instituto Nacional de Industria
BCE	Banco Central Europeo	INIA	Instituto Nacional de Investigaciones Agrarias
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INSS	Instituto Nacional de la Seguridad Social
BE	Banco de España	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BOE	Boletín Oficial del Estado		Índice de Precios de Consumo
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPC	Índice de Producción Industrial
CBE	Circular del Banco de España	IPI	Índice de Precios Industriales
CCAA	Comunidades Autónomas	IPRI	Instituto Nacional de Reforma y Desarrollo Agrario
CCLL	Corporaciones Locales	IRYDA	Instituto Social de las Fuerzas Armadas
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	ISFAS	Instituciones sin fines de lucro
CFEE	Cuentas financieras de la economía española	ISFL	Impuesto sobre el Valor Añadido
CI	Cédulas para inversiones	IVA	Ley General Presupuestaria
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	LGP	Ley de Integración Social de Minusválidos
CNC	Confederación Nacional de la Construcción	LISMI	Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación
CNE	Contabilidad Nacional de España	MAPA	Ministerio de Comercio y Turismo
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	MCT	Mercado Español de Futuros Financieros
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	MEFFSA	Ministerio de Economía y Hacienda.
CRM	Certificado de Regulación Monetaria	MEH	Ministerio de Industria y Energía
CTNE	Compañía Telefónica Nacional de España	MINER	Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales
DE	Departamento Extranjero del Banco de España	MTAS	Mutualidad General de Funcionarios de la Administración Civil del Estado
DEG	Derechos Especiales de Giro	MUFACE	Mutualidad General Judicial
DGA	Dirección General de Aduanas		Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos
DGT	Dirección General de Tráfico	MUGEJU	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
DGTE	Dirección General de Transacciones Exteriores	NAP	Asociación de Fabricantes de Cemento de España
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	OCDE	Otras Instituciones Financieras Monetarias
DOCE	Diario Oficial de las Comunidades Europeas	OFICEMEN	Orden Ministerial
ECAOL	Entidades de Crédito de Ámbito Operativo Limitado	OIFM	Organismos Autónomos
EEUU	Estados Unidos de América	OM	Otras Administraciones Públicas
EERR	Entidades Registradas	OOAA	Organización de Países Exportadores de Petróleo
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito	OOAAPP	Plan de Empleo Rural
ENDESA	Empresa Nacional de Electricidad	OPEP	Presupuestos Generales del Estado
EOC	Entidades Oficiales de Crédito	PER	Producto Interior Bruto
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	PGE	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
	Encuesta de Población Activa	PIB	Producto Nacional Bruto
EPA		PIBpm	Préstamos de Regulación Monetaria
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	PNB	Real Decreto
	Fondos de Ayuda al Desarrollo	PRM	Red Eléctrica
FAD	Fondo de Desarrollo Ganadero	RD	Red Nacional de Ferrocarriles Españoles
FDG	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	REE	Residuos Sólidos Urbanos
FEDER	Fondo Español de Garantía Agraria	RENFE	Servicio Reforzado de Ajuste Estructural
FEGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	RSU	Asociación de Empresas Constructoras de Ámbito Nacional
FEOGA	Fondos de Garantía de Depósitos	SRAE	Sociedad Estatal de Participaciones Industriales
FGD	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	SEOPAN	Sociedades de Inversión Mobiliaria
FIAMM	Fondos de Inversión Mobiliaria		Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
FIM	Fondo Monetario Internacional	SEPI	Sistema Monetario Europeo
FMM	Fondos del Mercado Monetario	SIM	Salario Mínimo Interprofesional
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	SIMCAV	Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero
FORPPA	Fondo de Orientación y Regulación de Precios y Productos Agrícolas (extinguido)		Seguro Obligatorio de Vejez e Invalidez
	Fondo Social Europeo	SME	Tipo de Cambio Efectivo Nominal
FSE	Índice Armonizado de Precios de Consumo	SMI	Tipo de Cambio Efectivo Real
IAPC	Instituto de Crédito Oficial	SMMD	Trabajadores Eventuales Agrícolas Subsidiados
ICO	Instituto para la Conservación de la Naturaleza	SOVI	Unión Europea
ICONA	Asociación Internacional de Desarrollo	TCEN	Unión Económica y Monetaria
IDA	Instituto Español de Moneda Extranjera (extinguido)	TCER	Los 11 Estados Miembros que participan en la UEM desde el 1 de enero de 1999
IEME	Instituciones Financieras Monetarias	TEAS	Unión Eléctrica, S.A.
IFM	Intervención General de la Administración del Estado	UE	Unión de Empresas Siderúrgicas
IGAE	Instituciones de Inversión Colectiva de Carácter Mobiliario	UEM	
IICM		UEM-11	
		UNESA	
		UNESID	

Siglas de países y monedas en las publicaciones del Banco Central Europeo, que se irán adoptando progresivamente en este Boletín:

Países		Monedas	
BE	Bélgica	EUR	Euro
DE	Alemania	BEF	Franco belga
ES	España	DEM	Marco alemán
FR	Francia	ESP	Peseta
IE	Irlanda	FRF	Franco francés
IT	Italia	IEP	Libra irlandesa
LU	Luxemburgo	ITL	Lira italiana
NL	Países Bajos	LUF	Franco luxemburgués
AT	Austria	NLG	Florín neerlandés
PT	Portugal	ATS	Chelín austríaco
FI	Finlandia	PTE	Escudo portugués
		FIM	Marco finlandés
DK	Dinamarca		
GR	Grecia	DKK	Corona danesa
SE	Suecia	GRD	Dracma griega
UK	Reino Unido	SEK	Corona sueca
		GBP	Libra esterlina
JP	Japón		
US	Estados Unidos de América	JPY	Yen japonés
		USD	Dólar estadounidense

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

Abreviaturas y signos más utilizados

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
me	Millones de euros.
A	Avance
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
T_j^i	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m_j	Tasa de crecimiento básico de período j .
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
»	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

Índice

	<u>Páginas</u>
Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Senado	9
Evolución reciente de la economía española	13
Resultados de las empresas no financieras en 1999 y hasta el tercer trimestre de 2000	27
La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre del año 2000	43
Crédito bancario, morosidad y dotación de provisiones para insolvencias en España	51
Información del Banco de España.....	61
Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación al día 31 de octubre de 2000.....	63
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas entre el 20 de octubre y el 21 de noviembre de 2000	67
Registros oficiales de entidades. Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales. Variaciones producidas entre el 20 de octubre y el 21 de noviembre de 2000	69
Publicaciones recientes del Banco de España	70
Indicadores económicos	71
Artículos y publicaciones del Banco de España	131

Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Senado

Señor Presidente, señorías:

Me dirijo por primera vez a ustedes, dentro de las comparecencias previas a la discusión de los Presupuestos Generales del Estado para el año 2001, y lo hago en un momento en el que la economía española, lo mismo que la mayoría de las economías de los países industrializados, se encuentra en una fase de prosperidad y crecimiento que, en nuestro caso, se prolonga ya por cuarto año consecutivo. La estabilidad macroeconómica alcanzada, el rigor con el que se ha instrumentado la política de control del gasto y reducción del déficit público y las expectativas favorables de los agentes económicos tras nuestra entrada en la Unión Económica y Monetaria —en un contexto exterior favorable— han permitido que la economía española mantenga ritmos de crecimiento económico y de creación de empleo particularmente elevados, que han situado nuestra tasa de paro, según los datos recientes de la Encuesta de Población Activa, en el 13,7 %, un registro que no se alcanzaba desde 1981 y que debe seguir reduciéndose en los próximos ejercicios.

En este entorno, el objetivo de equilibrio presupuestario resulta adecuado a la posición cíclica de la economía, al tiempo que supone un avance importante en la consecución de los compromisos contraídos en el programa de estabilidad —se adelanta un año la consecución del equilibrio— y supone un logro histórico en la consolidación de uno de los pilares básicos de la estabilidad macroeconómica. El mantenimiento de una posición saneada de las finanzas públicas en el medio plazo —horizonte en el que no se puede descartar un contexto menos expansivo y para el que se han avanzado nuevos recortes en la imposición directa— y su sostenibilidad en períodos más dilatados —cuando el envejecimiento de la población determine la necesidad de financiar un gasto público creciente— requerirán continuar introduciendo medidas que favorezcan el control del gasto y el aumento de la disciplina fiscal, en línea con la anunciada Ley de Estabilidad Presupuestaria.

Este entorno favorable, que es el que mantienen la mayoría de los organismos internacionales para la economía mundial en el próximo año, se está viendo sometido recientemente, sin embargo, a la incidencia de una serie de acontecimientos que están afectando, de forma moderada, a las expectativas de los agentes económicos, y que de no encauzarse de la manera adecuada podrían comprometer los niveles de estabilidad alcanzados y reducir el potencial de crecimiento de las economías. Me refiero, sobre todo, a las fuertes alzas experimentadas por los precios del petróleo en los

mercados internacionales, que se están prolongando mucho más de lo que en un primer momento se había pensado y que han situado el precio del crudo por encima de los treinta dólares/barril desde hace varios meses.

Hasta el momento, la incidencia de los mayores precios energéticos sobre los ritmos de crecimiento económico ha sido bastante limitada, pero su impacto directo sobre las tasas de inflación está siendo considerable, sobre todo en aquellas economías que tienen una mayor dependencia energética o que se encuentran en una fase de expansión cíclica más avanzada. Junto con este factor, y por razones que posiblemente no le son del todo ajenas, los mercados bursátiles de todo el mundo han aumentado su inestabilidad, habiéndose registrado correcciones que, en algunos casos, han afectado a los niveles de riqueza de las familias y a la confianza de los consumidores. Este hecho está siendo especialmente notable en el caso de la economía de los Estados Unidos, pero está incidiendo también en las economías europeas, entre ellas, como ahora veremos, en la nuestra.

El escenario macroeconómico que considera el Banco de España para el año 2001 es muy similar al incorporado por el Gobierno en el proyecto de presupuestos. Ambos suponen que el ritmo de crecimiento del producto interior bruto real de la economía española irá desacelerándose paulatinamente, hasta alcanzar tasas de avance próximas al 3,5 %. Este comportamiento se explica, básicamente, por la desaceleración que está registrando la demanda nacional, prolongando la tendencia que ya se viene observando en los datos de los últimos trimestres. Por el contrario, la aportación del saldo neto exterior, que se ha hecho menos negativa a medida que las exportaciones han ido recuperando el dinamismo perdido a raíz de la crisis internacional de 1998, se mantendrá en cotas moderadas en el año 2001.

La desaceleración del gasto interior en el año 2000 se explica, sobre todo, por el comportamiento del consumo privado, aunque también la inversión en bienes de equipo ha perdido intensidad en su ritmo de avance. En el año 2001 se prevé que el consumo privado siga reduciendo su tasa de variación, hasta situarla en cotas próximas al 3 %. Los factores que determinan la desaceleración del gasto de consumo de las familias son comunes a ambos años y están relacionados con la evolución tanto de la renta disponible como de la riqueza de los hogares y los tipos de interés.

En el año 2000 se estima que la renta disponible, en términos nominales, está experimentando tasas de crecimiento elevadas y próxi-

mas a las de los años anteriores; no obstante, el aumento de la tasa de inflación ha erosionado el poder de compra de los hogares, induciendo una desaceleración en su renta real. Para el año 2001 se espera que los incrementos de precios se moderen; no obstante, el crecimiento previsto para el empleo, todavía elevado, pero a ritmo menor, ejercerá un efecto de contención adicional sobre la renta, en términos reales. También las rentas netas por intereses están desacelerándose, como consecuencia del rápido aumento que ha experimentado el endeudamiento de los consumidores, que es, preferentemente, a tipo de interés variable. En cualquier caso, se estima que la tasa de ahorro de las familias, tras reducirse sustancialmente en el año 2000, tenderá a estabilizarse el próximo año.

Junto con la renta disponible existen otros determinantes que contribuyen también a explicar el perfil de desaceleración del consumo privado en estos años. Las ganancias de riqueza que se alcanzaron tras la revalorización de los activos financieros en 1997 y 1998 han ido moderando sus efectos expansivos sobre el gasto en el año 2000, y lo seguirán haciendo en el 2001; a lo que habría que añadir el efecto desincentivador que ejerce sobre el consumo la propia subida de los tipos de interés.

Estas mismas razones, junto con el aumento experimentado por los precios de la vivienda, afectan contractivamente a la inversión residencial, que, aunque con tasas aun considerablemente elevadas, también tenderá a crecer menos en el año 2001. El ciclo expansivo del sector de la construcción se está viendo prolongado, no obstante, por el mayor crecimiento de la obra pública en los últimos meses.

También la inversión en equipo ha atenuado sus altas tasas de crecimiento real en el año 2000. Para el próximo año se espera que vuelva a reavivarse su ritmo de avance, ya que la situación financiera de las empresas es saneada y su rentabilidad elevada, lo que proporciona un fundamento adecuado para llevar a cabo decisiones de inversión. Además, las perspectivas de demanda que sustentan el escenario central de previsión para el año 2001 también son positivas y justifican el mantenimiento de un ritmo inversor elevado. No obstante, otro tipo de consideraciones, como la rentabilidad de inversiones alternativas en el exterior, pueden haber inducido a las empresas a expandirse en otros mercados, siendo difícil valorar el efecto de esta decisión sobre el ritmo de inversión doméstica.

Creo que el escenario que se espera para el próximo año es, por tanto, positivo: la desacele-

ración de la demanda, y en particular del gasto de consumo, permitiría reducir la presión sobre los precios, y el mantenimiento de tasas elevadas de crecimiento de la exportación contribuiría a una configuración de la demanda final más favorable, donde la inversión y la exportación ganarían peso en comparación con el consumo; la desaceleración de las importaciones, como consecuencia de los menores ritmos de crecimiento esperados para la demanda, aliviaría, por su parte, el crecimiento que ha experimentado el déficit comercial, a lo que también colaborará el retorno de los precios de importación hacia tasas de crecimiento más moderadas.

En esta situación, y ante el rebrote experimentado por las tasas de inflación, la política monetaria única instrumentada para los países de la zona del euro ha ido adoptando un tono más estricto y ha tendido a acomodarse cada vez más a los requerimientos de la economía española, y así se espera que lo siga haciendo en el futuro.

Como es bien sabido, el Eurosistema ha venido subiendo gradualmente los tipos de interés desde noviembre de 1999, en un contexto de elevado crecimiento económico y, sobre todo en el período más reciente, de deterioro de las expectativas inflacionistas, inducido en buena medida por el ascenso del precio del petróleo y por la debilidad del euro. El último aumento de los tipos de interés tuvo lugar el 5 de octubre, cuando el Consejo de Gobierno del BCE decidió incrementar su tipo de intervención por una cuantía de 25 puntos básicos, con lo que este se sitúa actualmente en el 4,75 %. De esta forma, desde noviembre del año pasado se acumula una subida de los tipos de intervención de 225 puntos básicos. En cualquier caso, aun teniendo en cuenta este incremento, los tipos de interés reales muestran todavía unos niveles históricamente bajos y las condiciones monetarias y financieras —determinadas por el nivel, tanto de los tipos de interés como del tipo de cambio— resultan relativamente holgadas. En España, las condiciones monetarias y financieras vienen siendo algo más expansivas que en el conjunto de la UEM, lo que se ha reflejado en un bajo nivel de los tipos de interés reales y en un crecimiento bastante intenso del crédito concedido al sector privado.

En cualquier caso, para que el escenario macroeconómico que hemos definido para el próximo año se haga realidad es necesario que no se pierda la estabilidad macroeconómica alcanzada y que los esfuerzos realizados en estos últimos años encaminados a la contención de los precios y costes de la economía, al control del gasto público y a la mejora del entorno competitivo tengan la debida continuidad. De

no ser así, podría configurarse un escenario alternativo más negativo, en el que las pérdidas de competitividad que se irían acumulando terminarían por afectar a las tasas de crecimiento de las exportaciones y de la inversión, disminuyendo el potencial de crecimiento de la economía y su capacidad para crear empleo. En este sentido, el Presupuesto del Estado para el año 2001 supone un paso adelante en la línea de rigor que resulta imprescindible seguir para reducir el rebrote experimentado por los precios de consumo, que, aunque tiene un componente transitorio importante derivado del alza experimentada por los precios energéticos, podría terminar trasladándose a otros sectores de la economía y enquistarse en las expectativas de los agentes económicos.

En este momento, como todos ustedes saben, la tasa de crecimiento interanual del IPC —tanto del índice nacional como del armonizado— es del 4 %, muy superior a la que se esperaba, ya que el precio del petróleo no ha experimentado la desaceleración que preveían la mayoría de los analistas para los meses centrales de este año. En esta tasa influyen también otros elementos, como las alzas estacionales de los precios de algunos alimentos o las que, en un contexto de fuerte crecimiento de la demanda, han experimentado los precios de algunos servicios.

En numerosas ocasiones se ha llamado la atención desde el Banco de España sobre el peligro que supone el que, ante un *shock* transitorio de origen externo, los agentes económicos —empresas y trabajadores— traten de eludir la pérdida de renta real que de él se deriva mediante aumentos de márgenes e incrementos salariales, ya que ello supondría un deterioro permanente de la situación inflacionista, con el consiguiente deterioro de la competitividad y reducción del ritmo de crecimiento económico y de creación de empleo. Se aconsejaba, en esos casos, la posibilidad de utilizar, como punto de referencia para las revisiones de rentas, una medida del IPC de la que se excluyeran, precisamente, esos elementos transitorios que había que procurar no perpetuar.

Para el próximo año se espera que el ritmo de aumento del IPC se reduzca de manera sustancial, y así lo recogen los modelos estadísticos de previsión utilizados habitualmente. Las razones económicas que avalan la mejora en el panorama inflacionista son de diversa índole: desaceleración de la demanda interna, que, como hemos visto, irá acomodando su tasa de avance a la de la mayoría de los países de la UE; el logro del equilibrio presupuestario previsto para el próximo ejercicio y el tono cada vez más estricto de la política monetaria de la

zona, que configuran un conjunto de políticas macroeconómicas más acorde con las necesidades de la economía española; y, por último, las previsiones sobre la evolución del precio del crudo, que, aunque lo siguen situando por encima de los 25 dólares/barril, suponen, en términos de tasas de variación, una importante desaceleración que se irá incorporando en los índices de precios de consumo. También parece razonable que el escenario previsible para la cotización del euro favorezca la recuperación de la moneda europea, más en línea con sus fundamentos.

Teniendo en cuenta todos estos factores, es difícil decir hasta dónde llegará la desaceleración del IPC el próximo año, pero, lo que es seguro, es que dependerá, en gran medida, de cómo reaccionen los agentes económicos ante los aumentos, en principio transitorios, que ha experimentado el IPC en el año actual. Las decisiones de los agentes económicos privados de cara al próximo ejercicio no deben realizarse, por tanto, mirando hacia el pasado. En este sentido, que el Gobierno haya planteado una tasa de crecimiento del IPC del 2 %, no como una previsión, sino como una referencia para que los agentes económicos la tengan en cuenta en el momento de revisar sus precios y salarios, determinando así el crecimiento de las magnitudes nominales de la economía, me parece una decisión acertada. El 2 %, como es bien conocido, es la cota que marca el umbral

superior de inflación para determinar la estabilidad de las economías de la zona del euro y debemos procurar no apartarnos de ella. No tiene sentido que, después del esfuerzo que ha realizado la economía española —las empresas y los trabajadores— para alcanzar la estabilidad nominal propia de los países del área en la que nos hemos integrado, perdamos los muchos beneficios que de ello se han derivado, y siguen derivándose, en términos de crecimiento económico y creación de empleo.

En las circunstancias actuales, el pasado es una mala guía para predecir el futuro, pues la tasa de inflación tenderá a flexionar. Lo malo sería que la reducción de la inflación se viera dificultada por una indiciación de las rentas con la inflación pasada o por un esfuerzo generalizado de transmitir a los precios finales cualquier encarecimiento de costes.

Así es como veo, señorías, el panorama en el que se desenvolverá la economía española en el próximo año y en el que se enmarca la valoración de los Presupuestos Generales del Estado que sus señorías tienen que realizar. Estoy a su disposición para responder a cualquier pregunta que a este respecto quieran realizarme.

Muchas gracias.

20.11.2000.

Evolución reciente de la economía española

1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

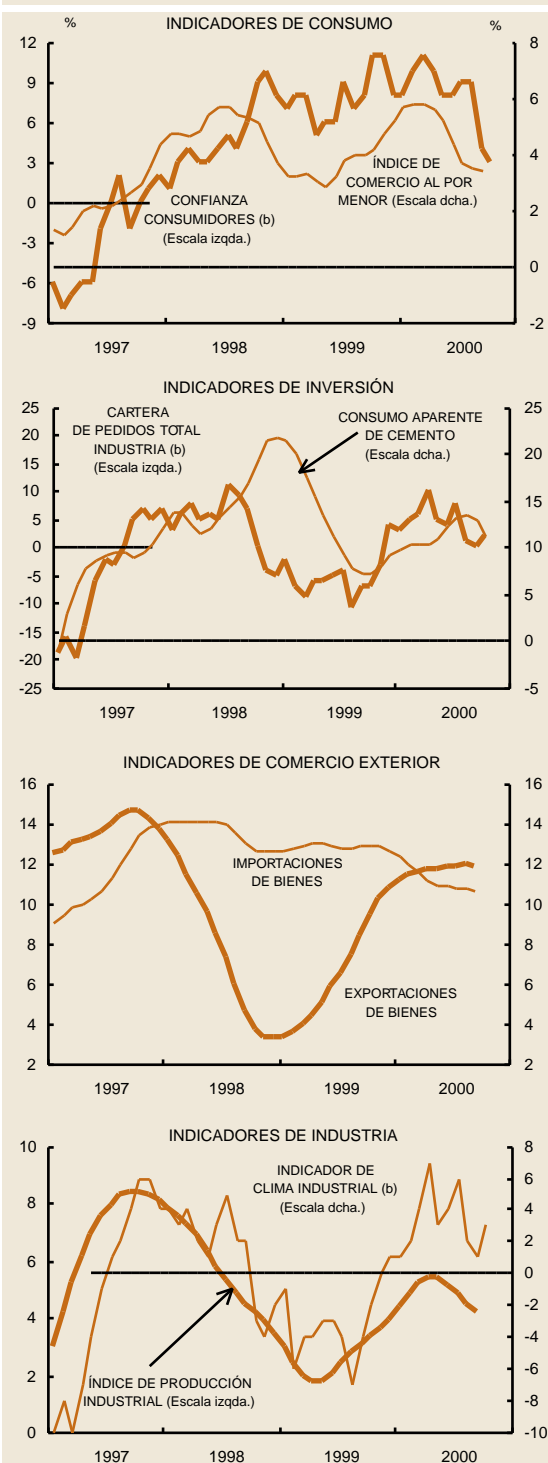
Según se describía en el «Informe trimestral de la economía española», publicado en el *Boletín económico* de octubre, se estima que en el tercer trimestre del año 2000 el producto interior bruto (PIB) aminoró su ritmo de crecimiento interanual hasta el 4 %, en relación con las elevadas tasas interanuales alcanzadas en la primera mitad del año, debido al menor dinamismo de la demanda nacional. La información publicada con posterioridad, referida tanto al cierre del tercer trimestre como al comienzo del cuarto, tiende a confirmar la progresiva desaceleración del gasto interior. El saldo neto exterior, por su parte, experimentó una mejora en los meses de verano, apoyado en una mayor fortaleza de las exportaciones. Los indicadores de actividad apuntan también hacia una suave desaceleración del producto, que se está reflejando, asimismo, en una moderación del ritmo de creación de empleo, algo inferior a la que se esperaba.

El perfil de desaceleración es común a la mayoría de los indicadores relativos al consumo privado. Entre aquellos referidos todavía al tercer trimestre, el índice general de ventas del comercio al por menor registró un aumento del 2,2 %, en términos reales, en el mes de septiembre, de forma que la tasa de variación en el conjunto del trimestre se situó en el 2 %, continuando la desaceleración iniciada en febrero. La trayectoria del indicador de confianza del comercio minorista, disponible hasta octubre, confirma esta evolución, destacando la senda descendente de las opiniones sobre compras a proveedores y volumen de negocio. El índice de disponibilidades de bienes de consumo, obtenido con información hasta septiembre, ha recortado sustancialmente su tasa de variación interanual (0,3 % en el tercer trimestre), recorte que ha sido especialmente acusado en el caso de los bienes de consumo no alimenticio, tanto duraderos como no duraderos. Dentro de los duraderos, las matriculaciones de automóviles descendieron un 12,3 %, en tasa interanual, en octubre y su incremento acumulado en el período transcurrido del año quedó en el 0,5 %, tasa que ratifica la notable atonía de las compras de automóviles. Finalmente, el indicador de confianza de los consumidores registró un nuevo retroceso en octubre, en un contexto de menor optimismo tanto sobre la situación económica general como de los hogares, y de menor inclinación hacia la adquisición de bienes duraderos (véase gráfico 1).

La información relativa a la inversión en bienes de equipo está algo más atrasada. El índice de disponibilidades de estos bienes, calculado con información hasta el mes de septiembre,

GRÁFICO 1

Indicadores de demanda y actividad (a)



Fuentes: Comisión de la Unión Europea, Instituto Nacional de Estadística, OFICEMEN, Departamento de Aduanas y Banco de España.

(a) Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Nivel de la serie original.

ha moderado ligeramente su ritmo de desaceleración en los meses de verano, como resultado del repunte experimentado por las importaciones de bienes de equipo, mientras que la producción interior ha perdido dinamismo. En cualquier caso, la tendencia del indicador mantiene un perfil de suave moderación en su tasa de crecimiento interanual, que se estima en torno al 8,2 % para el tercer trimestre. Por tipos de bienes, las disponibilidades de material de transporte registran crecimientos muy superiores a los del resto de bienes de equipo.

En relación con la construcción, cabe señalar que entre los indicadores contemporáneos de actividad en el sector únicamente el consumo de cemento ha registrado incrementos sustanciales —en octubre aumentó un 15,5 %, en tasa interanual—, mientras que el resto de indicadores contemporáneos continúa mostrando un lento retraimiento. Este es el caso de los indicadores de empleo, como el paro registrado, cuyo ritmo de caída se redujo hasta el 4,3 % en octubre, o los ocupados y los afiliados, que, a pesar de registrar todavía crecimientos elevados, muestran una tendencia a la baja. La producción de materiales de construcción mostró una cierta recuperación en septiembre y el indicador de confianza en el sector ascendió en octubre, pero no parece que estos movimientos hayan quebrado la tendencia descendente de estos indicadores. Por lo que se refiere a los indicadores adelantados de la edificación residencial y no residencial, tanto las licencias, hasta marzo, como los visados, hasta el mes de junio, apuntan en la dirección de una lenta reducción de las tasas acumuladas de variación interanual. Por su parte, la licitación oficial, con datos hasta mayo, también da síntomas de pérdida de ritmo, tras un primer trimestre con notable vigor.

Pese a su erraticidad, los datos de comercio exterior de agosto y septiembre muestran que las exportaciones han intensificado su ritmo de avance, alcanzando un crecimiento real del 13,4 % en el tercer trimestre (12,5 % en los nueve primeros meses del año). Las importaciones, por su parte, se incrementaron un 9,9 % en términos reales, en ese mismo período, lo que supone una ligera recuperación respecto al segundo trimestre; la tasa acumulada para los nueve primeros meses del año es del 9,8 %. En términos nominales, las importaciones continúan experimentando un crecimiento superior al de las exportaciones (23,4 %, en el período transcurrido del año, frente a 19,1 %), como consecuencia del mayor incremento de los precios de importación, a pesar de su reciente desaceleración, en comparación con los de exportación, que, sin embargo, mantienen una trayectoria de aumento sostenido. En cualquier

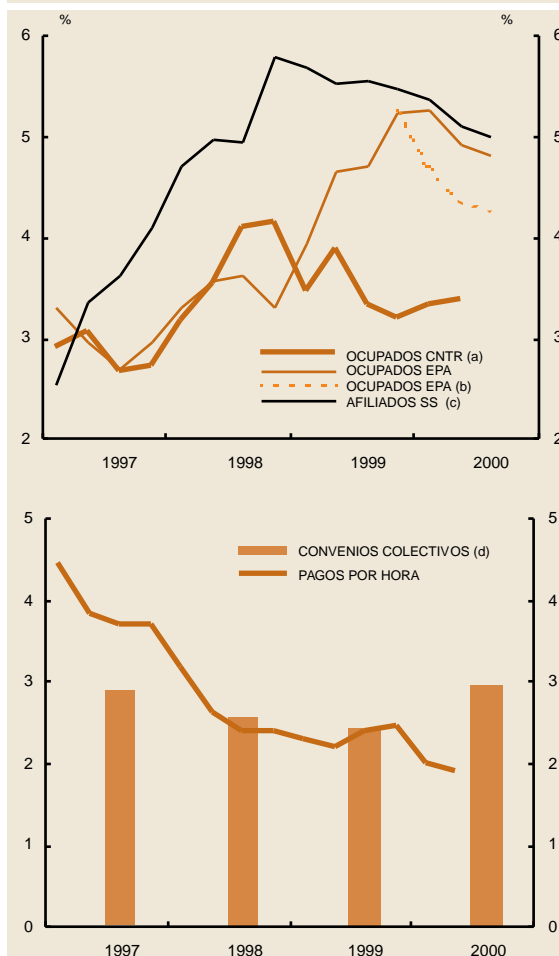
caso, el déficit comercial ha frenado su fuerte ritmo de avance durante el tercer trimestre, alcanzando el 9,7 % en septiembre, de manera que en la parte transcurrida del año el incremento se sitúa en el 37,3 %. El déficit de la balanza por cuenta corriente acumulado en el período enero-agosto fue de 10.958 millones de euros, frente a los 3.728 millones de euros registrados en el mismo período de 1999. A pesar del notable aumento del saldo turístico, la balanza de servicios registró un superávit de 15.817 millones de euros, solo levemente superior al registrado el pasado año, debido al peor comportamiento del saldo de otros servicios. Por su parte, el saldo de la balanza de capital registró un excedente de 3.843 millones de euros, superior a los 3.606 millones de euros obtenidos en 1999.

Entre los indicadores de actividad, el índice de producción industrial registró una tasa de variación interanual del -0,1 % en el mes de septiembre, equivalente a un crecimiento del 2,3 %, una vez corregidos los efectos de calendario. Este resultado implica una nueva desaceleración del índice, tras frenarse bruscamente en junio la senda de recuperación iniciada desde mediados de 1999. La desaceleración de la actividad industrial ha sido general a todos sus componentes, aunque especialmente intensa en los bienes de equipo, con una tasa interanual del -4 % en septiembre; los bienes de consumo registraron un descenso del 1,4 %, mientras que, en el caso de los bienes intermedios, el incremento del 2,4 % se situó por debajo de su evolución tendencial. A pesar de este deterioro, la utilización de la capacidad productiva aumentó medio punto porcentual a lo largo del tercer trimestre —hasta el 80,8 %—, retornando al nivel de trimestres precedentes, y el indicador de confianza industrial recuperó en el mes de octubre parte del retroceso experimentado en los meses de agosto y septiembre.

Por lo que se refiere al mercado de trabajo, en otro artículo de este Boletín se comentan los datos de la EPA del segundo trimestre, que han reflejado un crecimiento del número de ocupados del 4,8 %, una décima menos que en el trimestre anterior, mientras que la tasa de desempleo se redujo hasta el 13,7 %. La información más actualizada, correspondiente a octubre, indica que el paro registrado en el INEM aumentó en 29.000 personas en dicho mes, de forma que el ritmo de descenso del desempleo se redujo hasta el -3,9 %. Como es habitual en este mes, fue en el sector de servicios donde se registró la mayor parte de los nuevos desempleados. El número de afiliaciones a la Seguridad Social, por su parte, disminuyó en 30.000 personas en octubre, y su tasa de variación

GRÁFICO 2

Empleo y salarios Tasas de variación interanuales



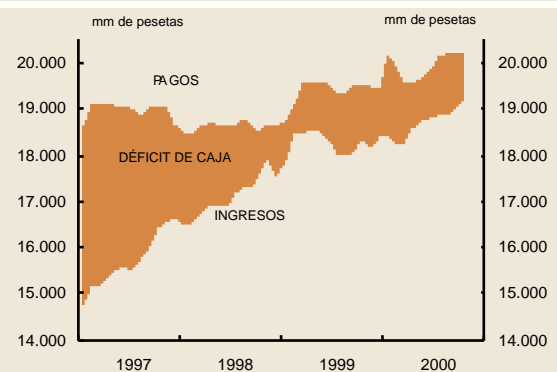
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

- (a) Serie de datos brutos. Personas.
- (b) Serie correspondiente a la muestra no actualizada en el primer trimestre de 2000.
- (c) Medias trimestrales de datos mensuales.
- (d) Sin incluir cláusula de salvaguarda. Para el año 2000 el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 31 de octubre.

interanual se situó en el 4,4 %, frente al 5 % del tercer trimestre (véase gráfico 2).

Siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional, la ejecución del presupuesto del Estado hasta octubre se saldó con un superávit de 774 mm de pesetas (un 0,8 % del PIB), lo que supone una importante mejora en relación con el registrado en el mismo período del año anterior (0,3 % del PIB). Los ingresos mantuvieron su elevado dinamismo, creciendo un 8,8 %, frente al 8 % acumulado hasta septiembre, y los gastos también registraron una aceleración, al alcanzar una tasa acumulada hasta

GRÁFICO 3

**Ingresos y pagos líquidos del Estado. Déficit de caja
Totales móviles de doce meses**

Fuentes: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

octubre del 5,9 %, desde el 5,2 % anterior. En términos de caja, la información disponible, también referida al mes de octubre, permite evaluar el déficit del Estado en 45 mm de pesetas, frente a los 92 mm acumulados en el mismo período de 1999 (véase gráfico 3). Estas cifras representan una reducción del 51,3 %, que contrasta con el aumento del 14,4 % registrado en el período enero–septiembre. Los ingresos por caja se aceleraron hasta el 5,7 %, como resultado de la favorable evolución del IRPF, y a pesar de la desaceleración de los impuestos indirectos, especialmente el IVA. Los pagos mantuvieron el ritmo de crecimiento del 5,3 %, y todas las rúbricas registraron tasas de variación similares a las del mes anterior.

2. PRECIOS Y COSTES

En el mes de octubre, el índice de precios de consumo (IPC) registró un nuevo aumento, que llevó su tasa de variación interanual hasta el 4 %, desde el 3,7 % alcanzado en septiembre (véase gráfico 4). El índice de precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) elevó su tasa de aumento en una décima, hasta el 2,8 %. Por su parte, el crecimiento de las tarifas salariales en la negociación colectiva se mantiene en el 3 %.

Entre los componentes del IPC, los precios de los servicios registraron un ligero descenso de dos décimas respecto al mes de septiembre, aunque en términos interanuales la tasa de variación subió al 4,1 %. El habitual descenso de los precios de los servicios turísticos fue parcialmente compensado por los aumentos registrados en la enseñanza universitaria y en algunos servicios de transporte. Respecto a los

precios de los bienes, el aumento del ritmo de crecimiento hasta el 3,9 % tuvo su origen fundamentalmente en los productos energéticos, cuyos precios recuperaron el fuerte ritmo de avance de meses precedentes, hasta alcanzar una tasa de variación del 13,8 %; los precios del resto de bienes industriales se aceleraron hasta el 2,5 %, desde el 2,3 % registrado en septiembre. En cuanto a los precios alimenticios, los de los alimentos no elaborados continuaron reflejando tensiones alcistas, alcanzando un incremento interanual superior al 6 % por tercer mes consecutivo. Los precios de los alimentos elaborados, en cambio, crecieron a un ritmo moderado y estable del 0,8 %.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó en dos décimas en el mes de octubre, situando su tasa interanual en el 4 %. Sin embargo, en la UEM el IAPC registró una desaceleración de una décima, hasta el 2,7 %, por lo que el diferencial de inflación con la zona euro se elevó hasta 1,3 puntos porcentuales. La ampliación de este diferencial fue más intensa en el caso de los bienes que en el de los servicios. En el caso de los productos energéticos, el diferencial negativo que favorecía a España frente a la zona UEM se redujo drásticamente en octubre, mientras que en los productos alimenticios el diferencial tanto de los elaborados como de los no elaborados empeoró respecto a septiembre.

En cuanto a los restantes indicadores de precios, el índice de precios industriales (IPRI) registró un crecimiento interanual del 5,5 % en septiembre, recuperando el perfil alcista mostrado durante la mayor parte del año. Esta evolución fue común en todos los componentes del índice, excepto en el de bienes de consumo alimenticio, que alcanzó una tasa interanual del -0,8 %. No obstante, fue el componente de bienes intermedios, con una tasa del 11,1 %, el que en mayor medida determinó el repunte en el índice agregado. En relación con los precios agrarios, el índice de precios percibidos por el agricultor correspondiente al mes de agosto registró un crecimiento del 3,3 %; la cesta de productos que replica, aproximadamente, el IPC de alimentos no elaborados aumentó en los últimos doce meses un 5,8 %. Finalmente, los precios de importación, medidos por los índices de valor unitario (IVU), continuaron moderando su ritmo de crecimiento en el mes de agosto, registrando una tasa de variación del 10,6 % respecto al mismo mes del año anterior. Los precios de las exportaciones, sin embargo, mostraron una aceleración, hasta alcanzar el 7,2 % en tasa interanual.

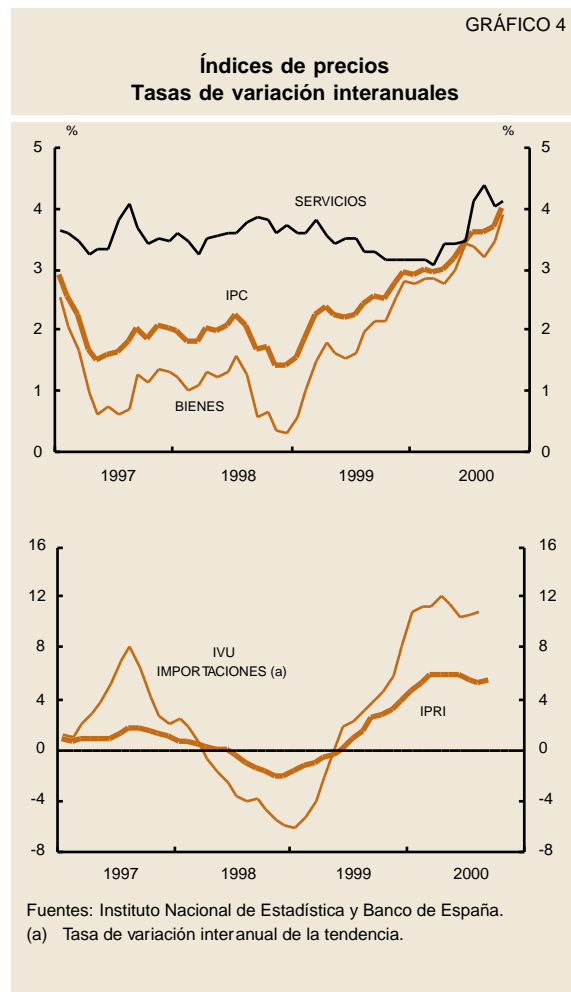
Los convenios colectivos firmados hasta el 31 de octubre incorporaban un incremento sa-

larial medio del 3 %, ligeramente superior al observado hasta septiembre. Además, al menos para el 73 % de los trabajadores afectados por la negociación colectiva, los convenios incorporan cláusulas de salvaguarda, que serán de aplicación en el primer trimestre del año 2001. Entre los diferentes tipos de convenios, en los revisados el crecimiento salarial pactado continúa estabilizado en el 2,9 %, mientras que en los convenios de nueva firma el incremento acumulado es del 3,1 %. Por ramas de actividad, en la agricultura y la construcción se registran los aumentos más elevados, en torno al 3,4 %; en el resto de actividades, el incremento salarial es algo más moderado e inferior al 3 %.

3. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LA U.E.M.

El entorno exterior de la UEM continúa siendo globalmente favorable. No obstante, tras una primera parte del año de crecimiento muy fuerte, existen indicios de moderación como consecuencia de los pasados aumentos de tipos de interés, los elevados niveles del precio del petróleo y la volatilidad y tendencia a la baja de las cotizaciones bursátiles.

La economía de Estados Unidos registró en el tercer trimestre de este año una desaceleración del producto, pasando, en términos intertrimestrales, del 5,6 % en el segundo trimestre al 2,7 %, debido, como se comentó en el *Boletín económico* anterior, a la evolución de la demanda interna, pues la demanda exterior mostró un comportamiento más favorable. La información disponible sobre la situación económica en los últimos meses del año, aunque es todavía muy escasa, apunta a la prolongación de estas pautas de crecimiento menos intenso. En efecto, los indicadores de actividad, empleo y demanda han experimentado, en general, en el mes de octubre una evolución menos benigna que en los meses anteriores. Por otra parte, existen una serie de factores que justificarían la contención adicional del crecimiento en el cuarto trimestre, entre los que destacan: la fortaleza del dólar, las reducciones de las cotizaciones bursátiles, especialmente en los valores tecnológicos, y las condiciones crediticias más estrictas. En cuanto a la evolución del dólar, aunque se ha contenido desde finales de octubre la tendencia apreciativa de la moneda estadounidense respecto al euro (gráfico 7), su tipo de cambio efectivo nominal ha vuelto a incrementarse en el período transcurrido del cuarto trimestre del año. La apreciación del dólar y el elevado crecimiento de la productividad están moderando presiones inflacionistas, y compensando, parcialmente, el aumento de los precios energéticos. Así, la inflación se redujo ligera-

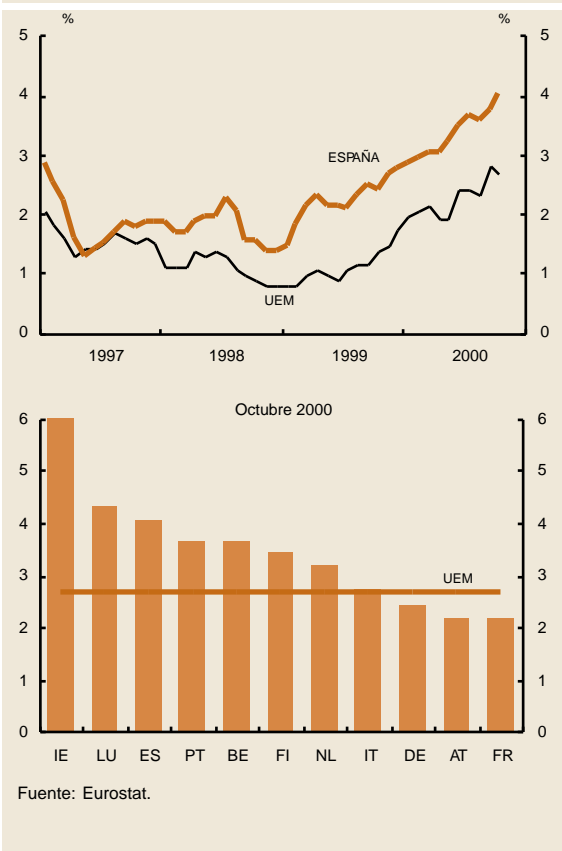


mente en octubre con respecto al mes anterior, alcanzando el crecimiento del IPC y del índice que excluye los alimentos y la energía el 3,4 % y 2,3 %, respectivamente, una décima por debajo de los registros de septiembre. Por su parte, la Reserva Federal, aunque en la reunión del 15 de noviembre reconoció públicamente la existencia de riesgos al alza en la evolución futura de los precios, derivados de las tensiones en el mercado de trabajo y del encarecimiento del precio de la energía, decidió mantener su tipo objetivo de referencia en el 6,5 %.

La economía japonesa, por su parte, sigue sin dar señales claras de una recuperación sólida. Los últimos indicadores conocidos prolongan la dicotomía entre el dinamismo del sector industrial y de la inversión, y el moderado avance del consumo, en un marco de cierta inestabilidad financiera, reflejado en el deterioro de las cotizaciones bursátiles: el índice Nikkei ha acumulado desde principios de octubre hasta la tercera semana de noviembre una caída próxima al 10 %. Asimismo, el yen ha mantenido, en términos efectivos, entre octubre y noviembre, la importante apreciación que registró en sep-

GRÁFICO 5

Índices armonizados de precios de consumo
Tasas de variación interanuales



tiembre. El gobierno japonés aprobó en la segunda quincena de octubre un nuevo plan de estímulo económico, el décimo desde principios de los noventa, por un importe de 11 billones de yenes. Por último, el Banco de Japón publicó el 31 de octubre la primera nota semestral sobre perspectivas y valoración de riesgos de la economía. En esta nota se ofrecen las previsiones de PIB e inflación de los miembros del Consejo para el año fiscal en curso y se expone una valoración de los riesgos que incorporan estas previsiones. En concreto, el Banco de Japón supone un crecimiento del PIB para el año fiscal superior a las previsiones del gobierno (1,5 %) aunque enfatiza los riesgos a la baja que incorpora esta previsión. Con respecto a los precios, prevé una tasa media negativa de la inflación subyacente —en septiembre la tasa interanual del IPC alcanzó el -0,8 %— como consecuencia de la apreciación del yen y de la mejora de los sistemas de distribución.

En el Reino Unido, el PIB creció un 2,9 % en el tercer trimestre, dos décimas por debajo de la tasa media del primer semestre del año. Esta desaceleración se explica por el deterioro de la contribución de la demanda exterior neta, que, como resultado de la pérdida de pulso de las

exportaciones y de la relativa fortaleza que mantienen las importaciones, ha detruido casi dos puntos porcentuales al crecimiento del producto. La demanda interna ha mostrado una aceleración derivada del dinamismo del consumo privado y de la aportación de existencias, ya que la formación bruta de capital fijo ha prolongado la atonía que inició a finales de 1999. A pesar de la firmeza de la demanda, los precios de consumo han moderado ligeramente su crecimiento en octubre, alcanzando el índice que excluye los pagos de intereses hipotecarios el 2 %, frente al 2,2 % de septiembre, y el IAPC el 1 %, la misma tasa que en septiembre. La favorable evolución salarial, a pesar de las tensiones que muestra el mercado de trabajo, y la fortaleza que mantiene la libra en términos efectivos contribuyen a cierta contención de la inflación. En este contexto de desaceleración de demanda y de perspectivas inflacionistas próximas al objetivo del 2,5 %, el Banco de Inglaterra decidió en su reunión de principios de noviembre mantener el tipo de descuento en el 6 %.

Con respecto a las economías emergentes, destaca la situación que está atravesando Argentina. El incumplimiento de los objetivos fiscales previamente acordados con el FMI, el debilitamiento económico y la prolongación de la tendencia deflacionista del IPC desde 1999 repercutieron en una crisis de confianza de los inversores sobre la capacidad de pago de la economía argentina que se manifestó en un significativo incremento de los tipos de interés de las emisiones de este país en los mercados internacionales. El gobierno, ante esta situación, aprobó a finales de octubre una serie de medidas para fortalecer la inversión y el crecimiento económico y, a principios de noviembre, ha anunciado la introducción de un paquete de reformas presupuestarias a medio plazo orientadas a garantizar la disciplina fiscal que debe contribuir a restaurar la confianza de los mercados.

En el área del euro, los datos definitivos de Eurostat de Contabilidad Nacional referidos al segundo trimestre de 2000 han supuesto, desde una perspectiva interanual, pocos cambios respecto a la segunda estimación provisional, manteniéndose el incremento en el 3,7 % en dicho período. No obstante, en términos intertrimestrales, destaca el cambio de perfil que ha introducido la estimación definitiva, ya que las tasas muestran una desaceleración gradual a lo largo del primer semestre del año, frente a la estabilidad que recogía la estimación anterior. La información que se va recibiendo referida, en su mayor parte, al tercer trimestre del año señala un mantenimiento del ritmo de crecimiento, apoyado en unas condiciones financieras favorables y en la posible traslación a las decisiones de gasto del conjunto de rebajas fis-

cales previstas para el próximo año. Por otra parte, las encuestas de opinión de la Comisión correspondientes a octubre no reflejan apenas cambios con respecto a los datos de septiembre (cuadro 1). En cuanto al mercado de trabajo, la tasa de paro de septiembre fue del 9 %, una décima menos que la tasa revisada de agosto. Los datos sobre creación de empleo a nivel nacional que se van publicando referidos al tercer trimestre y las encuestas de la Comisión, apuntan a la prolongación de un crecimiento intensivo en trabajo en los meses de verano. Recientemente, la Comisión Europea y la OCDE han publicado sus previsiones económicas para la UEM, considerando, en ambos casos, crecimientos superiores al 3 % para el año en curso y para el 2001.

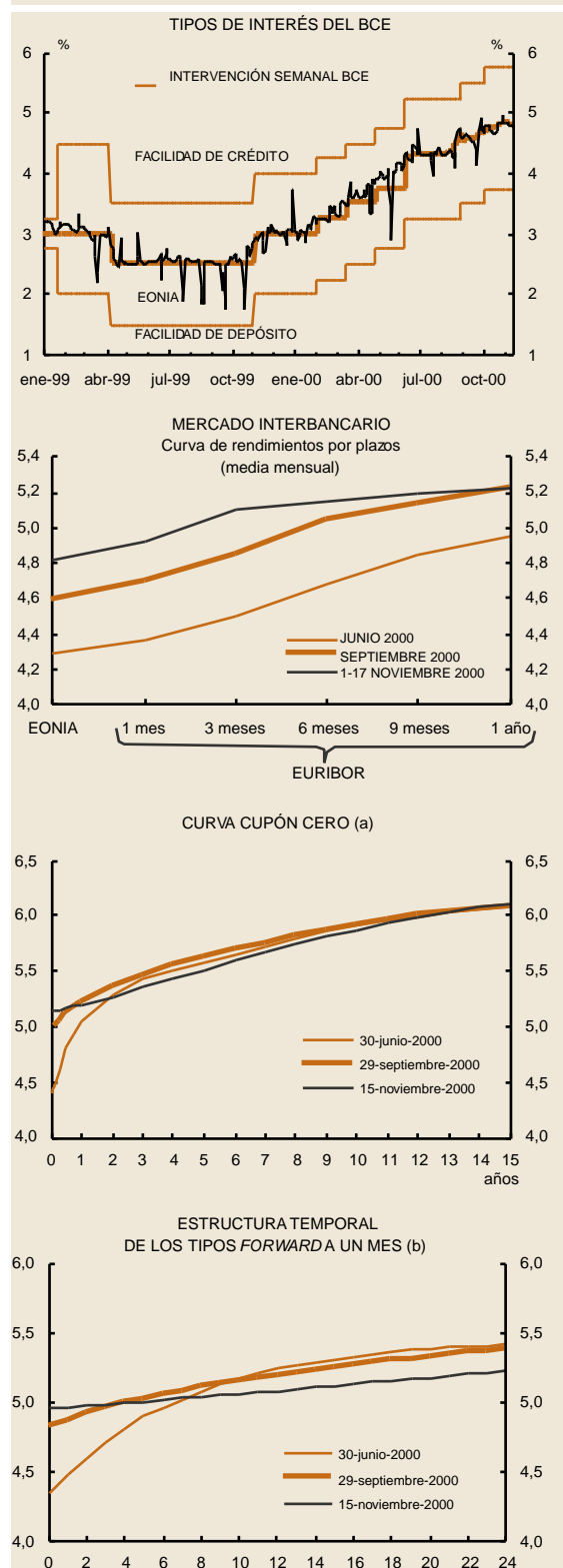
En lo que concierne a la inflación, la tasa interanual de variación del IAPC alcanzó en octubre un 2,7 %, una décima menos que en septiembre. Esta ligera disminución se debió al recorte de las tasas del componente energético y de los alimentos (véanse cuadro 1 y gráfico 5), mientras que los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos repuntaron una décima, hasta el 1,9 % y el 0,9 %, respectivamente, señalando una posible traslación del encarecimiento energético y de la depreciación del euro a los componentes más estables del índice. No obstante, dada la evolución del componente de alimentos elaborados, el índice que excluye la energía y los alimentos no elaborados permaneció en el 1,4 %. Por países, la diferencia entre el máximo, correspondiente a Irlanda, y el mínimo, correspondiente a Francia y a Austria, fue de 3,9 puntos porcentuales, siete décimas más que el mes anterior. Ningún país, sin embargo, registró una tasa de inflación inferior al 2 %. El índice de precios industriales, por su parte, se aceleró seis décimas en septiembre, hasta el 6,2 % en tasa interanual. En cuanto a los principales determinantes de la inflación, tanto el tipo de cambio del euro como el precio del petróleo han experimentado una cierta estabilización en el período más reciente, por lo que no cabe esperar que ejerzan ningún efecto a la baja sobre la inflación en el próximo futuro.

Por último, el Consejo ECOFIN ha publicado sus opiniones sobre los planes de estabilidad de Alemania, Holanda y Finlandia, de los cuales se desprende que las posiciones presupuestarias esperadas en el medio plazo son conformes con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. No obstante, el Consejo hace notar el deterioro de los saldos estructurales en Alemania y Holanda en el futuro inmediato.

La evolución reciente de los indicadores monetarios y financieros de la UEM ha continuado

GRÁFICO 6

Tipos de interés en la zona del euro



Fuentes: Banco de España y BCE.

(a) Estimación con datos del mercado monetario y de swaps.

(b) Estimados con la curva cupón cero.

CUADRO 1

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2000					
	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (c)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):						
Índice de producción industrial	3,8	5,4	6,5	5,6		
Comercio al por menor	2,0	2,4	2,6			
Matriculaciones de turismos nuevos	2,4	-14,5	-4,3	-0,9		
Indicador de confianza de los consumidores	-1	0	1	-3	-3	
Indicador de clima industrial	8	7	6	6	7	
IAPC	2,4	2,4	2,3	2,8	2,7	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):						
M3	5,4	5,2	5,6	5,4	5,3	
M1	7,1	6,9	7,1	6,3	5,8	
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	7,1	7,0	6,9	7,0	6,4	
<i>AAPP</i>	-1,1	-1,3	-2,5	-4,4	-6,5	
<i>Otros sectores residentes</i>	9,9	9,8	10,1	10,8	10,8	
EONIA	4,29	4,31	4,42	4,59	4,76	4,82
EURIBOR a tres meses	4,50	4,58	4,78	4,85	5,04	5,11
Rendimiento bonos a diez años	5,35	5,45	5,40	5,47	5,42	5,41
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,85	0,69	0,52	0,41	0,41	0,48
Tipo de cambio dólar/euro	0,949	0,940	0,904	0,872	0,855	0,860
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	2,0	2,5	4,4	-1,2	-0,6	-0,5

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Tasa de variación interanual, excepto en los indicadores de confianza.

(b) Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

(c) Media del mes hasta el día 17 de noviembre de 2000.

(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 16 de noviembre de 2000.

marcada por la persistencia de las condiciones de relativa holgura de meses anteriores. El Consejo de Gobierno del BCE volvió a elevar el pasado 5 de octubre el tipo de interés de intervención en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,75 %, y en el 5,75 % y el 3,75 %, los tipos de interés de las facilidades permanentes de crédito y de depósito, respectivamente. Tras esta última subida, la variación acumulada de los tipos oficiales desde noviembre del año pasado, cifrada en 2,25 puntos porcentuales, parece haber agotado, en buena medida, las expectativas alcistas de los mercados monetarios y financieros. También las magnitudes monetarias parecen acusar este incremento de los tipos de interés, lo que se ha reflejado en una ligera desaceleración en sus tasas de crecimiento, aunque el agregado crediticio apenas ha mostrado síntomas de moderación.

A lo largo del mes de octubre y en los días transcurridos de noviembre, los tipos de interés del mercado monetario se han estabilizado en niveles similares a los del mes de septiembre, excepto los correspondientes a los plazos más

cortos, que han aumentado como consecuencia de la elevación en el tipo de intervención del BCE. De esta forma, se ha configurado una curva de rendimientos por plazos con un perfil más plano (véase gráfico 6). Así, a mediados del mes de noviembre los tipos de interés se encontraban entre el 4,8 % del EONIA (European Overnight Index Average) y el 5,2 % del EURIBOR a doce meses, con incrementos de, aproximadamente, 25 puntos básicos para los plazos de hasta tres meses respecto a los niveles del mes de septiembre. Los tipos esperados calculados a partir de la curva cupón cero, que ya en dicho mes descontaban la subida de tipos adoptada por el BCE, no han mostrado expectativas de subidas adicionales durante el período analizado. Esto se refleja en que el diferencial que presentan los tipos *forward* a un mes entre el plazo de un mes y el de doce meses se ha reducido hasta los 10 puntos básicos, frente a los 40 puntos básicos que mostraban a finales de septiembre.

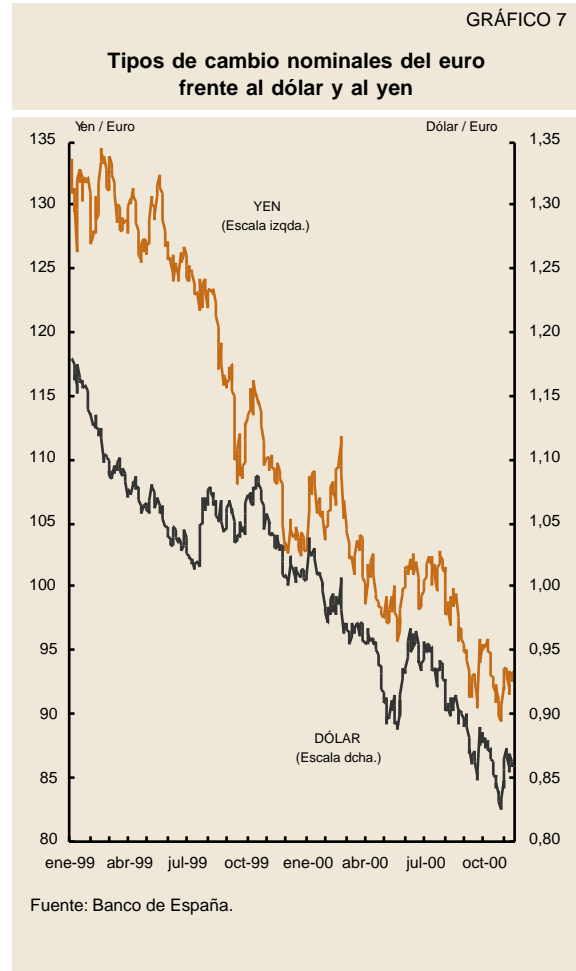
En los mercados secundarios de deuda pública, el tipo de interés a diez años de la UEM

se ha mantenido en torno al 5,4 % durante este período, nivel similar al de meses precedentes. Por el contrario, la rentabilidad de los bonos norteamericanos se redujo paulatinamente, con lo que el diferencial con la UEM disminuyó a finales del mes hasta 30 puntos básicos, lo que supone el nivel más bajo desde el comienzo de la tercera fase de la Unión Monetaria. No obstante, la incertidumbre que rodea la finalización del proceso electoral en Estados Unidos ha hecho que, en los días transcurridos del mes de noviembre, el diferencial a largo plazo haya aumentado ligeramente hasta los 50 puntos básicos, debido principalmente al incremento de la rentabilidad del bono norteamericano.

Por lo que respecta a los mercados de divisas, el euro ha continuado depreciándose frente a las principales monedas, prosiguiendo así la tendencia que viene mostrando a lo largo del año. El día 26 de octubre se alcanzó un mínimo histórico de 0,825 dólares, que supone una depreciación del 30 % desde el inicio de la UEM. A partir de esa fecha, el euro se ha recuperado ligeramente, apoyado, entre otros factores, por las intervenciones esporádicas del BCE en los mercados. Aun así, entre el 1 de octubre y el 17 de noviembre el euro se ha depreciado un 2,6 % frente al dólar y un 2 % frente al yen (véase gráfico 7). Por su parte, el índice del tipo de cambio efectivo nominal frente a los países desarrollados se situaba, a mediados de noviembre, solamente un 0,5 % por debajo del nivel de finales de septiembre, como consecuencia de un comportamiento más estable del euro frente al resto de monedas relevantes para el comercio exterior de la zona del euro.

Los mercados de renta variable europeos han seguido mostrando una elevada volatilidad, sucediéndose períodos de fuertes oscilaciones en los índices de cotización. El tramo final del proceso electoral a la presidencia de Estados Unidos y la incertidumbre sobre dicho resultado, junto con el anuncio por parte de las empresas tecnológicas norteamericanas de unas expectativas de resultados empresariales inferiores a las previstas inicialmente, provocaron una caída generalizada de los índices bursátiles norteamericanos, que resultó ser especialmente acusada en el NASDAQ. Este fenómeno ha arrastrado a las bolsas europeas, provocando que el índice Dow Jones EURO STOXX amplio haya experimentado una caída que, a mediados de noviembre, suponía una pérdida del 0,5 % en el conjunto del año.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios en el área del euro, los datos correspondientes al mes de septiembre confirman la tendencia a la moderación de la tasa de crecimiento interanual de M3, que se sitúa



en el 5,4 %, todavía por encima del 4,5 % del valor de referencia (véase cuadro 1). Esta moderación se basa, fundamentalmente, en la mayor desaceleración de la expansión de los componentes más líquidos, que son los más afectados por la evolución alcista de los tipos de interés a corto plazo. Esto se refleja en la evolución del agregado más estrecho (M1), cuya tasa de crecimiento se situó en el 6,3 %, frente a niveles próximos al 10 % de la primera mitad del año. Por el contrario, el resto de componentes de instrumentos negociables ha mostrado un mayor dinamismo, confirmando la trayectoria creciente de los últimos meses. Estas tendencias del conjunto de M3 y de sus componentes han seguido manifestándose en octubre, de acuerdo con la información recibida.

El crédito concedido por las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) a los sectores residentes en la zona del euro siguió manteniendo una evolución divergente si se atiende a su desglose entre el crédito al sector privado y a las Administraciones Públicas. Así, mientras persiste la fuerte moderación del crédito al sector público, que ha caído un 4,4 %, el crédito concedido al sector privado se ha expandido a

CUADRO 2

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999	2000				
	DIC	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
BANCARIOS:								
Tipo sintético pasivo	3,22	2,06	1,98	2,56	2,65	2,76	2,91	...
Tipo sintético activo	6,54	5,15	5,03	6,16	6,43	6,33	6,38	...
TESORO:								
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	2,95	3,75	4,99	5,10	5,08	5,10	5,08
Subasta de bonos a tres años	4,90	3,54	4,56	5,20	5,31	5,42	5,24	5,19
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	4,32	5,38	5,54	5,47	5,58	5,58	5,53
MERCADOS SECUNDARIOS (c):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	2,88	3,60	4,85	4,98	5,02	5,01	5,04
Deuda pública a diez años	5,64	4,08	5,37	5,53	5,50	5,56	5,49	5,48
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,19	0,27	0,29	0,29	0,27	0,27
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,22	37,19	16,22	-3,13	0,52	1,02	-3,55	-9,75
Diferencial pagarés de empresa								
con letras del Tesoro	0,15	0,33	0,17	0,20	0,27	0,17
Diferencial obligaciones privadas								
con deuda pública a más de dos años	0,17	0,58	0,21	0,22	0,46	0,46	0,20	...

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios hasta el 20 de noviembre de 2000.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

los elevados ritmos de meses anteriores, con una tasa interanual del 10,8 % en septiembre. En octubre, el crédito al sector privado ha seguido creciendo a un ritmo similar al del mes anterior, mientras que se ha acentuado el descenso del crédito otorgado a las AAPP. Finalmente, del resto de contrapartidas de M3 cabe destacar que la posición acreedora de las IFM frente al exterior disminuyó en dicho mes en 22 mm de euros, lo que supone una reducción acumulada anual de 133 mm.

4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

La evolución de los mercados financieros nacionales durante el mes de octubre y la parte transcurrida de noviembre ha venido marcada por la estabilidad de los tipos de interés a corto y largo plazo, que se han mantenido en torno a los niveles en que se habían situado después del verano. Los tipos de interés negociados en los mercados secundarios de letras del Tesoro y de deuda pública a diez años se han mantenido en el 5 % y 5,5 % respectivamente, a lo largo de todo el período analizado (véase cuadro 2). El diferencial de la deuda española con el bono alemán ha permanecido estable, ligeramente por debajo de los 30 puntos básicos.

A pesar de este escenario de estabilidad, los tipos bancarios que las entidades aplican a su clientela han mantenido la trayectoria ascendente iniciada a finales del año 1999, lo que refleja el retardo con que las entidades trasladan a sus clientes los movimientos que se producen en los tipos negociados en los mercados financieros. Con la información correspondiente al mes de octubre, el tipo sintético de activo se sitúa en torno al 6,4 %, y el de pasivo, en el 2,9 %, con lo que los aumentos acumulados desde el inicio del año ascienden a 135 puntos básicos para las operaciones activas y 90 puntos básicos para las operaciones pasivas.

Durante el mes de octubre y la parte transcurrida de noviembre ha persistido una elevada volatilidad en los mercados bursátiles nacionales, que han registrado pérdidas de cierta consideración en el conjunto del período analizado. La publicación de datos no muy favorables sobre la evolución de los beneficios en el sector de las telecomunicaciones y la incertidumbre sobre el proceso electoral estadounidense explican gran parte del retroceso experimentado por las cotizaciones y la elevada volatilidad existente. Esta evolución ha determinado que en el mes de noviembre los mercados bursátiles nacionales se hayan situado en mínimos anuales. Así, el Índice General de la Bolsa de

CUADRO 3

Activos financieros líquidos (AFL) de las sociedades no financieras y los hogares e ISFL (a)
Crecimiento interanual (T1, 12)

	2000 SEP (b)	1998 DIC	1999 DIC	2000 JUL	2000 AGO	2000 SEP
1. Activos financieros líquidos (2 + 3)	551,4	4,0	1,5	1,8	1,5	2,8
2. Medios de pago	270,2	12,1	12,7	7,5	6,8	7,6
Efectivo	54,1	0,7	8,3	4,4	4,4	4,2
Depósitos a la vista	110,0	19,5	14,1	9,5	8,3	11,4
Depósitos de ahorro	106,1	12,4	13,8	7,2	6,6	5,6
3. Otros activos financieros	281,2	-1,3	-6,9	-3,2	-3,0	-1,4
Depósitos a plazo + cesiones temporales	183,5	-11,2	6,3	24,2	25,0	26,2
Valores bancarios	9,4	-7,8	54,5	-0,3	3,1	7,7
FIAMM + FIM de renta fija	88,3	11,1	-22,9	-32,6	-33,5	-32,5
PRO MEMORIA:						
4. Fondos de inversión (5 a 7) (c)	168,9	39,2	-2,4	-27,3	-25,9	-26,2
5. FIAMM	32,1	-10,3	-8,4	-9,0	-9,3	-9,8
6. FIM de renta fija	56,2	25,6	-26,5	-34,9	-35,8	-32,8
7. Resto de fondos de inversión	80,6	23,9	32,5	16,6	19,2	16,4

Fuente: Banco de España.

(a) La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

(b) Saldo en miles de millones de euros.

(c) Variación interanual del saldo.

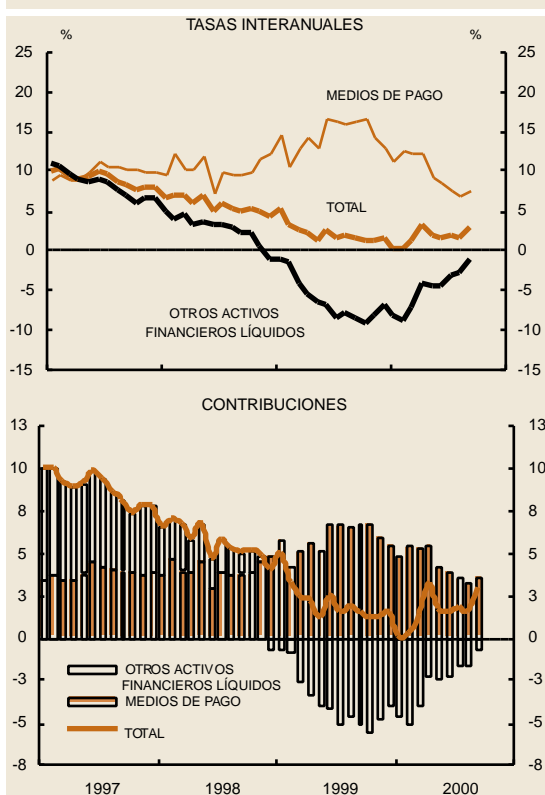
Madrid presenta, en la fecha de cierre de este artículo, unas pérdidas acumuladas desde comienzos de año en torno al 10 %.

Respecto a la evolución de los activos financieros líquidos (AFL) del sector sociedades no financieras y hogares, la información del mes de septiembre indica una aceleración en el ritmo de crecimiento de esta variable, aunque las tasas, por debajo del 3 %, son todavía moderadas (véase cuadro 3). El mayor dinamismo que presenta el crecimiento de esta magnitud viene explicado tanto por el ligero repunte de los medios de pago como por la continuación del proceso de recuperación del componente menos líquido del agregado (véase gráfico 8). Dos hechos pueden explicar este comportamiento: en primer lugar, la evolución de los mercados bursátiles en los últimos meses ha podido alentar la toma de posiciones en instrumentos con menor riesgo; y, en segundo lugar, el aumento en los tipos de interés ha generado un mayor atractivo de algunos instrumentos incluidos en los AFL. La información provisional del mes de octubre parece indicar que se mantiene la trayectoria de mayor crecimiento de los AFL, aunque prosigue la desaceleración de los componentes más líquidos.

En cuanto a la evolución más reciente de los instrumentos que integran los AFL, los medios de pago han frenado ligeramente el descenso que venían presentando sus tasas de creci-

miento en los últimos meses, debido al repunte experimentado por los depósitos a la vista, cuya tasa interanual se ha situado en septiembre en el 11,4 %, frente al 8,3 % del mes precedente. Esta evolución puede venir explicada por las atractivas rentabilidades que para este instrumento está ofreciendo el sector bancario que opera telefónicamente y a través de Internet. El efectivo y los depósitos de ahorro mantuvieron la tendencia descendente en sus ritmos de expansión, que se encuentran en septiembre en el 4,2 % y 5,6 %, respectivamente. Los componentes menos líquidos, sin excepción, han incrementado sus tasas de crecimiento. Cabe destacar el importante aumento experimentado por los valores bancarios y las cesiones temporales y el mantenimiento de los altos ritmos de avance de los depósitos a plazo. Así, la rúbrica que recoge estos dos últimos instrumentos presentó una tasa interanual en septiembre superior al 26 %. Por otro lado, ha continuado el proceso de desinversión en los fondos de inversión FIAMM y FIM de renta fija. No obstante, durante el mes de septiembre se observa una ligera moderación en el ritmo de descenso que vienen mostrando desde comienzos de 1999. Los niveles en que se encuentran los tipos de interés a corto plazo y las expectativas de mantenimiento existentes para los plazos más largos pueden permitir una ligera recuperación de este tipo de fondos ante una previsible mejora en sus rentabilidades esperadas. Por lo que respecta al resto de fondos de inversión —inter-

GRÁFICO 8

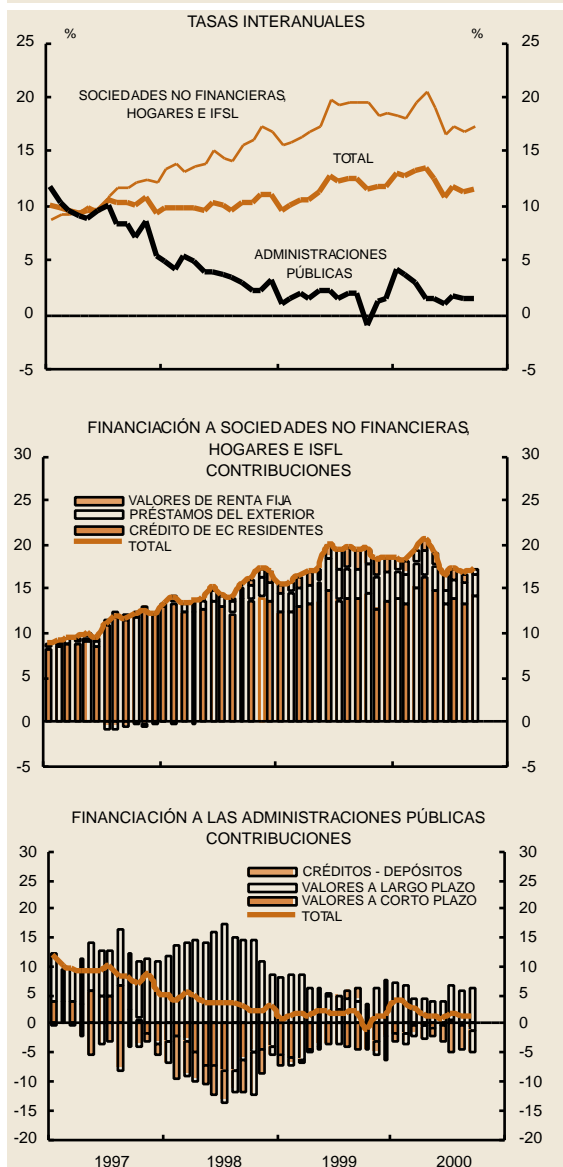
Activos financieros líquidos (AFL) de las sociedades no financieras y los hogares e ISFL


Fuente: Banco de España.

nacionales y de renta variable—, la evolución de los mercados bursátiles ha hecho que presenten ligeras pérdidas en el mes de septiembre, si bien mantienen la tendencia de crecimiento que vienen exhibiendo desde el segundo trimestre del año, con crecimientos interanuales de su patrimonio superiores al 20 %.

Respecto a la financiación obtenida por el conjunto de los sectores residentes no financieros, la información del mes de septiembre parece indicar que continúa la lenta trayectoria descendente que venía experimentando el crecimiento de esta variable en los últimos meses, alcanzando su tasa interanual un nivel ligeramente superior al 11 % (véase cuadro 4). Este comportamiento ha venido determinado por un pequeño aumento del crédito concedido a las sociedades no financieras y hogares, y por el mantenimiento de la tendencia de moderación de la financiación obtenida por las Administraciones Públicas (véase gráfico 9). En cuanto al sector privado, la tasa de crecimiento interanual de la financiación se situó, en septiembre, en torno al 17 %, ligeramente por debajo de la observada en los dos primeros trimestres del

GRÁFICO 9

Financiación a los sectores residentes no financieros


Fuente: Banco de España.

año. La información provisional más reciente, correspondiente al mes de octubre, parece indicar que continúa el proceso de desaceleración de los ritmos de expansión de este agregado, que, no obstante, siguen siendo bastante elevados.

En este contexto, el componente más importante de la financiación obtenida por el sector privado no financiero —los préstamos de las entidades de crédito residentes— ha presentado en los últimos meses tasas de crecimiento interanuales entre el 16 % y 17 %. Por su parte, de acuerdo con los datos provisionales disponi-

CUADRO 4

Financiación a las sociedades no financieras, los hogares e ISFL y Administraciones Públicas (a)
Crecimiento interanual (T1, 12)

	2000	1998	1999	2000		
	SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP
1. Financiación total (2 + 3)	956,2	11,0	11,7	11,6	11,1	11,4
2. Sociedades no financieras, hogares e ISFL	643,4	16,8	18,5	17,3	16,7	17,2
Del cual:						
Crédito de entidades de crédito residentes	521,2	16,1	16,1	16,9	16,4	17,3
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	39,0	17,5	24,7	19,5	15,1	9,0
3. Administraciones Públicas	312,8	3,0	1,3	1,5	1,4	1,2
Valores a corto plazo	47,0	-16,2	-11,0	3,3	-2,4	-6,2
Valores a largo plazo	260,4	13,0	10,9	7,8	7,5	7,8
Créditos - depósitos (c)	5,4	-4,9	-13,4	-15,6	-12,5	-11,8

Fuente: Banco de España.

(a) La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

(b) Saldo en miles de millones de euros.

(c) Variación interanual del saldo.

bles, la financiación obtenida vía emisión de valores ha experimentado un notable descenso, debido a la importante amortización de valores a corto plazo que parece haberse producido en septiembre.

Finalmente, la financiación obtenida por las Administraciones Públicas mantuvo la tendencia que se viene observando desde el segundo

trimestre, con una tasa de crecimiento reducida, que, en el mes de septiembre, se situó ligeramente por encima del 1 %. Esta evolución ha venido determinada por el importante descenso del saldo de valores a corto plazo, mientras que el resto de componentes prosiguió con la tendencia de meses anteriores.

29.11.2000.

Resultados de las empresas no financieras en 1999 y hasta el tercer trimestre de 2000 (1)

1. INTRODUCCIÓN

Como viene siendo habitual, el Banco de España presenta a finales de noviembre los resultados de la Central de Balances Anual (CBA) en el año anterior, en este caso en 1999, y los de la Central de Balances Trimestral (CBT) hasta el tercer trimestre del año en curso. Los datos ahora disponibles para 1999 confirman, en líneas generales, los avances obtenidos para ese año por la CBT, publicados en el *Boletín económico* de marzo de 2000, que se concretan en que durante 1999 las empresas de las muestras de la Central de Balances continuaron en la senda expansiva iniciada en 1996, basada en el buen comportamiento del consumo interior y en una progresiva recuperación de las exportaciones, que se hizo especialmente patente en el último trimestre del año. Con todo, la caída registrada en los precios de los sectores que están en progresiva apertura a la competencia, unido al aumento de los precios de algunos consumos intermedios, hizo que se moderara el crecimiento nominal del valor añadido en 1999 con respecto a los años precedentes. Téngase en cuenta que todas las variables de la Central de Balances están definidas en términos nominales y no permiten distinguir el componente precio del componente real. La paulatina aceleración de la actividad que se observó según avanzó el segundo semestre de 1999 hizo que el año 2000 se iniciara en un marco de relativa confianza, especialmente en el sector industrial manufacturero, dada la recuperación de la actividad exterior, aunque con una cierta incertidumbre por la evolución al alza de los precios del crudo. Ello se tradujo, en los primeros meses del año 2000, en notables crecimientos de la actividad productiva, registrándose incrementos del valor añadido bruto (VAB) muy superiores a los del año anterior, como reflejo de la fortaleza de las demandas interna y externa. No obstante, en los datos del tercer trimestre de 2000 se detectan síntomas de desaceleración de la actividad en relación con los dos trimestres precedentes, que, sin embargo, no se reflejan en la variación nominal del VAB del agregado total empresas

(1) La información de este artículo va referida a las 6.014 empresas que voluntariamente remitieron sus datos a la Central de Balances Anual (CBA) hasta el 31 de octubre de 2000, y de las 774 empresas que, en media, remitieron sus datos a la Central de Balances Trimestral (CBT) hasta el 17 de noviembre de 2000. La CBA cubre un 27,1 % del total de la actividad del sector de Sociedades no financieras (medida en relación con el valor añadido bruto), cobertura que llega al 14,7 % en el caso de la CBT. El desfase en la publicación de los datos de la CBA (que se elabora a partir de cuentas de resultados y balances completos y detallados), respecto de la fecha de cierre de cuentas, es de once meses, frente a los tres meses de desfase con que se publican los datos de la CBT (que se elabora a partir de estimaciones de las rúbricas más importantes).

CUADRO 1

Cuenta de resultados. Evolución interanual
**(Tasas de crecimiento sobre las mismas empresas en igual período del año anterior/
 % sobre el VABcf en el caso del resultado)**

Bases	Central de Balances Anual		Central de Balances Trimestral		
	1998	1999	I a IV 99 / I a IV 98 (a)	I a III 99 (a)	I a III 00 (a)
Número de empresas / Cobertura Total Nacional	7646 / 32,2 %	6014 / 27,1 %	877 / 16,5 %	890 / 17,0 %	774 / 14,7 %
1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	6,4	8,6	9,7	7,8	23,3
De ella:					
1. Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación	7,2	10,1	10,6	8,8	23,8
2. CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	6,1	11,2	14,9	12,2	33,1
De ellos:					
1. Compras netas	3,3	13,3	18,5	14,0	42,3
2. Otros gastos de explotación	11,2	10,2	10,7	10,8	11,3
S.1. VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES	7,0	3,7	1,9	1,7	8,0
3. Gastos de personal	5,6	5,1	2,3	1,4	5,4
S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN	8,6	2,2	1,6	1,9	9,8
4. Ingresos financieros	9,9	10,2 (b)	32,1 (b)	36,8 (b)	46,9 (b)
5. Gastos financieros	-7,5	-2,7 (b)	-8,2 (b)	-11,0 (b)	20,1 (b)
6. Impuesto sobre beneficios	23,4	10,5	19,8 (b)	17,2 (b)	23,3 (b)
S.3. RECURSOS GENERADOS	10,7	3,0	5,7	5,6	13,0
7. Amortizaciones y provisiones	20,3	-1,7	6,7	6,0	5,5
S.4. RESULTADO NETO (% sobre el VAB al coste de los factores)	15,0	15,1	20,9	24,6	32,1
RENTABILIDADES					
R.1 Rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos)	8,3	7,6	8,5	8,7	9,6
R.2 Intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste	5,7	5,1	5,2	5,2	5,5
R.3 Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (antes de impuestos)	9,7	9,1	10,3	10,7	11,9
R.4 Apalancamiento (R.1 - R.2)	2,6	2,5	3,2	3,5	4,1
R.5 Ratio de endeudamiento	39,9	43,7	42,4	41,8	41,9

Fuente: Banco de España.

(a) Todos los datos de estas columnas se han calculado como media aritmética de los datos trimestrales.

(b) Tasa corregida de operaciones singulares.

GRÁFICO 1

Empresas no financieras que colaboran con la Central de Balances (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Información disponible hasta el 17 de noviembre de 2000 (CBA y CBT).

(b) Datos de 1995, 1996, 1997, 1998 y 1999 a partir de las empresas que han colaborado con la encuesta anual (CBA) y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).

(c) Media de los tres primeros trimestres de 2000 sobre igual período de 1999.

de la CBT, por la influencia que en ella tiene la elevada tasa de crecimiento del VAB de las empresas de refino. Así, en los nueve meses aquí analizados del año 2000, el VAB creció un 8 %, seis puntos por encima de lo que lo hiciera en el mismo período del año anterior (véase cuadro 1). Sin embargo, si se eliminaran de este total las industrias de refino de petróleo, la evolución trimestral del total de la muestra se reduciría en tres puntos y, además, mostraría una paulatina desaceleración (6,2 %, 5,2 % y 4,2 % son las tasas de crecimiento de este agregado en el primer, segundo y tercer trimestre de 2000, respecto al mismo período del año anterior).

El que la actividad productiva se haya mantenido en un buen nivel, tanto en 1999 como, especialmente, en los nueve primeros meses de 2000, explica también los importantes y continuados incrementos de empleo en todo el período. No obstante, persisten en las tasas referidas al agregado total de empresas de la muestra los efectos de los procesos de reducción de empleo en algunos sectores de actividad, precisamente en los que están experimentando profundos cambios derivados de los procesos de reestructuración inducidos por la liberalización de los mercados, que sesga a la baja la tasa de creación de puestos de trabajo en el grupo de empresas de la CBT. En consonancia con el crecimiento del empleo, los gastos de personal aumentaron de modo notable en 1999 y 2000, reflejando los datos anuales de 1999 un crecimiento mayor que el adelantado en su día por la CBT, debido a que en la base anual, que es en la que están elaborados los datos referidos a 1999, se incorporan pequeñas y medianas empresas que son las que están experimentando un mayor crecimiento en sus plantillas y, paralelamente, en sus gastos de personal. En 1999, las remuneraciones medias se mantuvieron en valores moderados, con una tasa del 1,6 %, reflejo de que las nuevas incorporaciones suponen salarios inferiores a la media. Sin embargo, en los nueve primeros meses de 2000 se ha producido un repunte de las remuneraciones medias, sin duda influidas por las revisiones pactadas en los convenios colectivos, en un contexto de aumento de la evolución de la inflación. Obviamente, este aumento de los costes laborales, junto con la posible traslación de una parte del encarecimiento de los carburantes, supone un riesgo para la competitividad de los sectores abiertos a los mercados exteriores. En coherencia con lo que sucede con la actividad productiva, durante los tres primeros trimestres de 2000 se ha mantenido la creación de puestos de trabajo, aunque el perfil de las series de empleo muestra una cierta desaceleración en el tercer trimestre del año.

La evolución del resultado económico bruto, o margen de explotación, creció un 2,2 % en 1999, y un 9,8 % en los tres primeros trimestres de 2000, gracias a la fuerte recuperación de las industrias manufactureras y, dentro de ellas, y por las razones ya apuntadas, al crecimiento de las empresas refinadoras. Por su parte, la caída de tipos de interés registrada en los períodos anteriores siguió trasladándose a las empresas durante 1999, lo que se continuó reflejando en un descenso de los gastos financieros. Sin embargo, los datos del año 2000 muestran un cambio de tendencia, al registrar un aumento del 20,1 %, debido, fundamentalmente, a la mayor apelación que las empresas están haciendo a los mercados financieros en demanda de recursos y por el aumento registrado en el coste de la financiación, que, en los meses transcurridos de 2000, pasó del 5,2 % al final del período anterior, al 5,8 % registrado en el tercer trimestre del año. En cualquier caso, el coste del endeudamiento continúa siendo reducido, lo que permite que, en presencia de las altas rentabilidades que se siguen obteniendo (9,6 % en relación con el activo neto y 11,9 en relación con los recursos propios), las *ratios* de apalancamiento se mantengan fuertemente positivas, tanto en 1999 como durante los tres primeros trimestres de 2000, lo que resulta muy favorable para el mantenimiento de las inversiones.

En resumen, tras un año 1999 de crecimientos de la actividad más moderados que en el período precedente, e incluso de cierto estancamiento en el sector manufacturero, en el primer semestre del año 2000 se retomó con fuerza una senda expansiva, que solo en el tercer trimestre ha dado signos de pérdida de dinamismo, sin que esta inflexión haya afectado a las tasas de rentabilidad de las empresas, que siguen siendo elevadas.

2. ACTIVIDAD

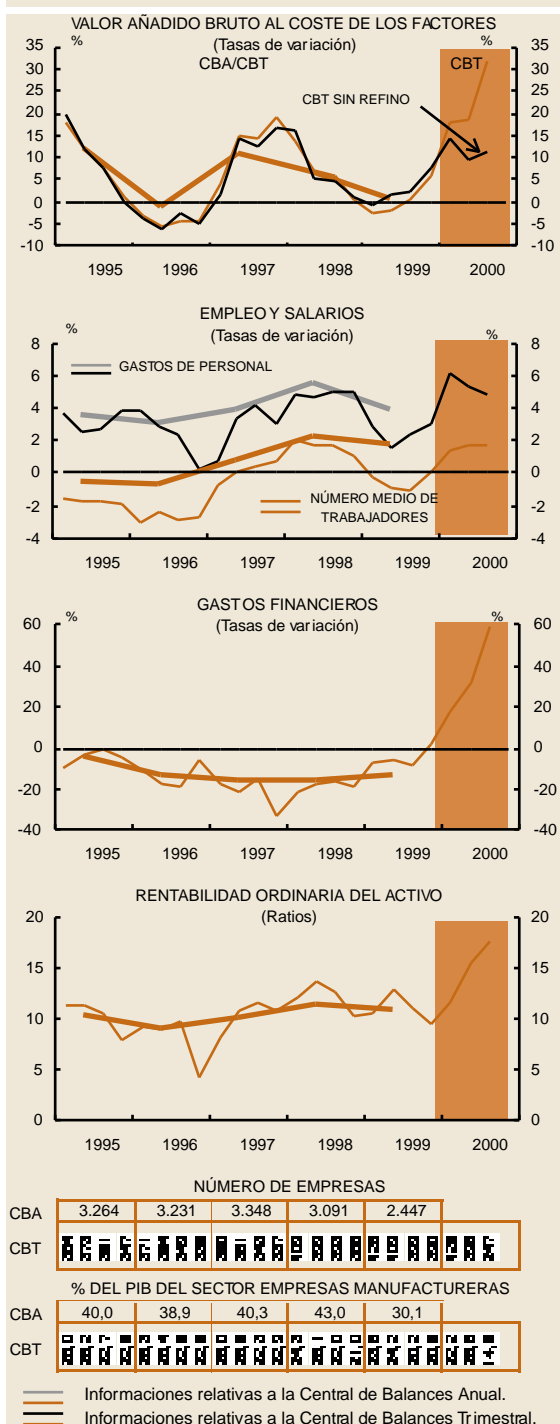
El cuadro 1 y el gráfico 1 indican que, según los datos disponibles en CBA para el año 1999, las empresas de la muestra siguieron aumentando su VAB, consolidando la senda iniciada a mediados de 1996, aunque a un ritmo más moderado que en años anteriores. Esta ralentización fue consecuencia, principalmente, de la atonía detectada en las industrias manufactureras en su conjunto, afectadas principalmente por la negativa evolución de su actividad exterior en el primer semestre de 1999. La recuperación de la actividad exterior desde el último trimestre de 1999 y el mantenimiento de la demanda interior en tasas de evolución muy positivas explican que el año 2000 se iniciara con una posición más favorable, hasta el punto de que la CBT registra crecimientos del VAB en los

RECUADRO 1

Análisis del sector manufacturero

Como es habitual en estos artículos trimestrales, el sector manufacturero se estudia en este recuadro específico por el peso, representatividad dentro de la muestra y su interés en los análisis de la coyuntura económica. Durante 1999, el conjunto de las empresas manufactureras mostró un estancamiento en su actividad productiva, presentando una tasa del VAB de un 0,6 %, cuando en el año anterior el VAB había crecido un 6,6 %. Dicha tasa se vio afectada, por una parte, por el deterioro de la actividad exterior, del cual solo empezó a recuperarse en la última parte del año; por otra, por la fuerte contracción de márgenes localizada en las empresas refinadoras, fenómeno al que se ha hecho referencia a lo largo del artículo, lo que llevó a que el VAB, en términos nominales, quedara en la práctica estancado en los mismos valores que en 1998. La situación en el año 2000 cambió sustancialmente. Por un lado, la recuperación de la actividad exterior, que, como se ha puesto de manifiesto, comenzó en el segunda parte del año 1999, explica que las empresas manufactureras aumentaran su actividad productiva en todos los subsectores. Por otro lado, el sector Refino aumentó fuertemente su valor añadido bruto (las tasas de variación alcanzadas por esta actividad productiva no tienen comparación alguna en toda la serie histórica de datos, que comienzan en 1993). El texto principal del artículo ofrece algunas consideraciones adicionales sobre este fenómeno. Finalmente, la combinación de ambos efectos llevó a que el VAB del sector manufacturero creciera un 22,7 % en los tres primeros trimestres de 2000. No obstante, el análisis de la serie trimestral, para los diferentes subsectores manufactureros, muestra que algunos de ellos han visto ralentizada la expansión de su producto e, incluso en el caso del de fabricación de material de transporte, ha llegado a observar reducción en su VAB en el tercer trimestre del año. En consonancia con la evolución comentada, el año 1999 registró un aumento del empleo en el sector manufacturero más moderado que el de 1998 (en 1999 creció el 1,8 %, frente al 2,2 % del año anterior); la tasa detectada en este agregado de empresas para los tres primeros trimestres de 2000, del 1,6 %, es altamente positiva, ya que debe compararse con la obtenida en el mismo período de 1999 para el conjunto de empresas de la muestra trimestral (-0,8 %), que, como se ha dicho, genera menos empleo, al no incorporar tantas pequeñas y medianas empresas como las que se recogen en la muestra anual. Las remuneraciones medias pagadas en 1999 en las empresas manufactureras crecieron un 1,8 % en 1999, frente al 3,6 % que, en media, se ha registrado en los tres primeros trimestres de 2000. Los salarios de estas ramas productivas parecen haber experimentado una corrección al alza, en paralelo con la subida experimentada por los precios. Por su parte, los gastos financieros, después de una serie de años de bajas continuadas, comenzaron a crecer en el 2000, presentando una tasa para los nueve primeros meses del 35,9%, que se debe fundamentalmente al efecto nuevas inversiones y no al nivel de los tipos de interés. Además, dado su reducido peso en la cuenta de resultados, la importancia de este gasto dentro del total de costes empresariales continúa siendo muy escasa. Este cambio de tendencia en los gastos financieros se produjo como resultado de, por un lado, las subidas experimentadas por los tipos de interés, y, por otro, por el mayor recurso de las empresas a la financiación ajena, dadas las buenas condiciones que, a pesar de los incrementos de tipos, sigue ofreciendo el mercado. La evolución de todas las magnitudes comentadas hizo que, mientras que los recursos generados experimentaban una caída en 1999 del -3,2 %, en los tres primeros trimestres de 2000 la tasa se tornara positiva y muy intensa (30,7%). Asimismo, las rentabilidades ordinarias se mantuvieron en 1999 en un nivel alto (la rentabilidad del activo neto se situó en un 10,7 %), aunque sin llegar al de 1998 (en el que llegó al 11,2 %). En los meses transcurridos de 2000, en consonancia con la expansión de la actividad y la generación de recursos y beneficios (con la incidencia coyuntural de los beneficios de las empresas refinadoras), las rentabilidades crecieron sustancialmente, llegando la del activo neto hasta un 14,6%. En cuanto al coste de la financiación, a pesar del repunte experimentado en 2000, se mantuvo en un nivel muy positivo para las empresas, máxime cuando se compara con la rentabilidad antes comentada (el coste de la financiación pasó del 4,4 % en 1999, al 5,7 % en los nueve primeros meses de 2000), permitiendo que el apalancamiento del sector manufacturero permaneciera en valores positivos y alejados de cero, tanto en 1999 (esta *ratio* fue del 6,3) como en los meses transcurridos este año, donde alcanzó un 8,9, valor excepcionalmente alto, que viene sesgado al alza por la especial situación de las empresas refinadoras.

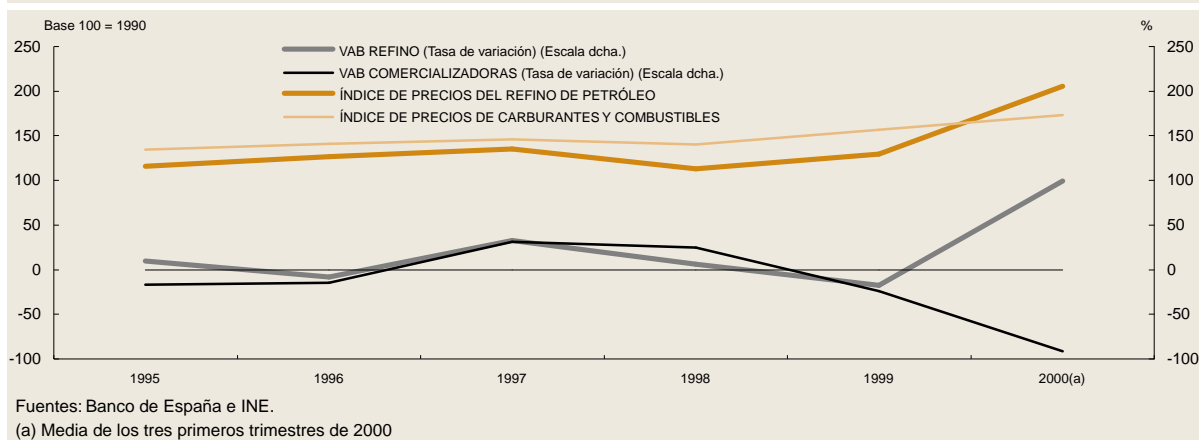
Evolución de las empresas manufactureras que colaboran con la Central de Balances (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Información disponible hasta el 17 de noviembre de 2000 (CBA y CBT). Los datos de la CBT son tasas de crecimiento sobre el mismo trimestre del año anterior.

GRÁFICO 2

Efecto sobre el valor añadido de la evolución en el precio del crudo

tres primeros trimestres de un 8 %, que se compara con el 3,7 % que muestra la CBA para 1999. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la aportación de la industria de refino de petróleo a esa variación nominal del 8 % en el año 2000 asciende a 2,9 puntos, como consecuencia del fuerte impacto del aumento de los precios sobre el crecimiento nominal de su valor añadido,

Como ya se ha dicho, la información contable disponible no permite separar claramente la parte del aumento del VAB de las industrias de refino en el año 2000 que se debe a la traslación a las empresas comercializadoras, de los aumentos en el precio del crudo (a diferencia de la política seguida en 1999). El distinto comportamiento de las empresas de refino respecto a las comercializadoras de carburantes hasta 1999 y en el 2000 se pone de manifiesto en el gráfico 2, que muestra, por un lado, la evolución del VAB y de los precios, tanto de las refinadoras como de las comercializadoras de carburantes disponibles en las bases de datos de la Central de Balances y, por otro, la evolución de sus precios respectivos. Cabe destacar la subida del VAB de las refinadoras en el 2000, como consecuencia de la traslación de los mayores precios del crudo, en contraste con la caída del de las comercializadoras, que no han trasladado totalmente el mayor precio de sus *inputs*.

Al margen de lo comentado sobre de las industrias de refino de carburantes, la evolución registrada en los tres primeros trimestres de 2000 con respecto al mismo período del año 1999 pone de manifiesto una cierta desaceleración de la actividad, más evidente en el tercer trimestre, sin duda debido a la evolución reciente de la demanda interior. La tasa de variación del VAB, para el total de empresas, excluido el sector del refino, se eleva al 5,2 % en el período trans-

currido desde el inicio del año 1999, es decir, prácticamente duplica la alcanzada en el mismo período del año anterior. El análisis del resto de los sectores productivos (el manufacturero en su conjunto se analiza en el recuadro 1) muestra que el sector Comercio, que hasta 1999 venía registrando importantes crecimientos de su actividad, coherentes con la evolución del consumo interior, parece haber quebrado esta tendencia en el 2000, si bien su evolución está afectada por la del precio del refino y de los carburantes, como la del sector Empresas manufactureras lo está por la evolución de los precios del crudo. Prueba de ello es que, si se excluyen las empresas comercializadoras de carburantes del sector Comercio, la tasa de evolución de este pasa de -1,3 % a 12,3 %. Al igual que ya ocurriera en 1999, los sectores «Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua», y «Transportes y comunicaciones» han seguido experimentando en los tres primeros trimestres del año 2000 incrementos de actividad, descensos de precios y contracción de márgenes, consecuencia de la progresiva apertura de estos sectores a un funcionamiento en competencia, lo que explica sus moderados incrementos de VAB (crecieron a tasas de un 5,3 % y un 0,5 %, respectivamente).

Por último, el gráfico 3 recoge la distribución de las empresas según las tasas de variación de sus VAB, sin considerar el tamaño y peso de las empresas en la muestra. Comparado el crecimiento anual experimentado en el tercer trimestre de 2000 con el que se registró el mismo período de 1998, se observa una disminución del porcentaje de empresas con crecimientos del VAB, viéndose sin embargo un cierto incremento en el segmento de empresas con tasas superiores al 20 %, lo que refleja la intensidad de la expansión en la primera parte del año.

RECUADRO 2

Resultados de las pequeñas empresas

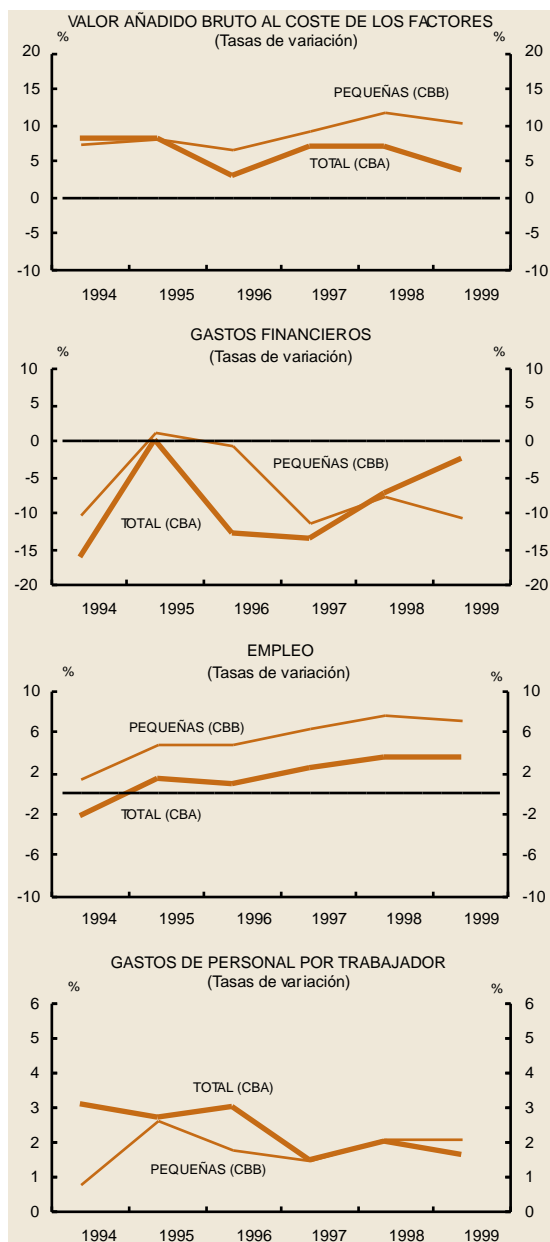
Se presenta a continuación una síntesis de los principales rasgos que han caracterizado la evolución de la pequeña empresa española durante 1999, realizada a partir de la información recopilada en la base de datos que la Central de Balances Mercantiles (CBBE/RM). Aunque esta información no dispone del grado de detalle de la base de datos anual (CBA), el gran número de empresas que forman la muestra permite extraer conclusiones acerca de las principales magnitudes que presenta una cuenta de resultados agregada, así como analizar algunos detalles fundamentales del balance. Al cierre de este artículo a mediados de noviembre de 2000, se disponía de datos de 238.552 empresas para 1998 (que suponen una cobertura del 12 % sobre el VAB de empresas no financieras) y de 40.290 empresas para 1999 (que cubren el 2,1 % del citado VAB). Como se puede apreciar en los gráficos anexos, la CBB presenta unos perfiles similares a los de CBA, aunque con unas pendientes más pronunciadas en cuanto a la evolución de sus principales agregados.

Respecto a la actividad, se observa una evolución positiva en 1999, con un crecimiento del VAB de un 10,2%, que aunque ligeramente inferior al 11,8 % de 1998, se mantiene en unos niveles que ponen de manifiesto el gran dinamismo de la economía también en el sector de las PYMES. Por grandes agrupaciones, todas presentaron un comportamiento similar al del total; es decir, crecimientos notables de su VAB en 1999, pero sin alcanzar el ritmo de crecimiento del año anterior. Como excepción, cabe destacar el sector de la Construcción como el único en el que los aumentos del VAB se dieron aún con mayor intensidad que en 1998.

En consonancia con la expansión registrada, los gastos de personal también mostraron un considerable aumento, derivado principalmente de los claros incrementos de empleo que, desde 1994, se vienen dando en el agregado de pequeñas empresas. Así, el empleo creció a un ritmo del 7,1 % en 1999, muy similar al 7,5 % alcanzado el año anterior. La generalización de este proceso de creación de empleo, que se da claramente en todos los sectores, se confirma al ver que un 35,1 % de las empresas de la muestra analizada crearon empleo, lo cual supone el mayor porcentaje registrado desde 1991. Por su parte, el coste de personal, expresado en términos de sueldos y salarios medios, presentó un crecimiento del 2,3 %, evolución moderada si se tiene en cuenta el repunte inflacionista experimentado en 1999, y que probablemente se ha visto influida por el menor coste de las nuevas incorporaciones. Por sectores, se ve cómo fueron aquellos sectores en los que aumentó el empleo con más fuerza, en los que los sueldos y salarios medios crecieron de un modo más moderado, confirmando lo ya comentado acerca del efecto de las nuevas contrataciones sobre el dato del coste medio de personal.

Como continuación a la expansión de la actividad, se observa que el resultado económico bruto también aumentó a un buen ritmo, aunque más moderadamente que en 1998 (9,7 % en 1999, frente al 13,8 % de 1998). Por su parte, los gastos financieros continuaron su senda descendente, cayendo un 10,5 % y reduciendo su peso relativo en la cuenta de resultados, hasta suponer tan solo un 1,6 % del total de la producción, mínimo histórico en la serie analizada. Fruto de todo ello, así como de un crecimiento sostenido del resto de gastos e ingresos, se obtuvieron unos recursos generados que suponen un crecimiento del 10,9% con respecto al año anterior, y un resultado neto que se sitúa en un porcentaje sobre el VAB del 13,2 % en 1999, cifra jamás alcanzada en la serie estudiada por la Central de Balances para este agregado. Todo este escenario configura la generación de una rentabilidad ordinaria de los recursos propios (única calculada de modo comparable a la de la CBA) que presenta unos valores muy satisfactorios, alcanzando un 11,7, que es incluso superior al 11,2 de 1998. Por sectores, destacan el de Hostelería y el de Comercio al por menor como aquellos en los que creció más la rentabilidad con respecto al año anterior, aunque todos los agregados sin excepción obtuvieron valores muy positivos en 1999.

Como conclusión, se confirma, analizando la pequeña empresa, el buen momento de la economía española, que ha generalizado la expansión de la actividad productiva y del empleo a todos los tamaños y sectores de actividad. El agregado de empresas de menos de 50 empleados mostró en 1999 la consolidación de la buena situación de los negocios ya alcanzada en 1998.



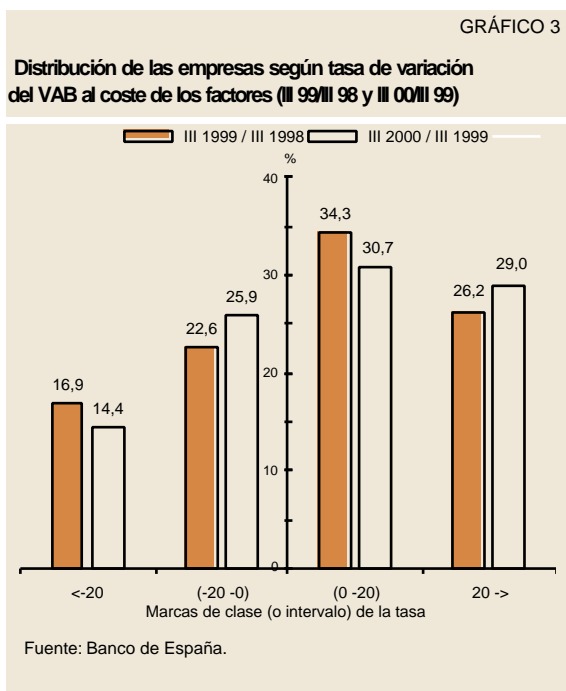
NÚMERO DE EMPRESAS (a)						
CBA	7.857	8.127	8.032	8.049	7.646	6.014
CBB (b)	48.499	130.789	173.590	223.506	238.552	40.290
% DEL PIB DEL SECTOR EMPRESAS NO FINANCIERAS						
CBA	35,1	34,4	34,2	33,7	32,2	27,1
CBB (b)	3,0	7,0	8,9	10,9	12,0	2,1

— Informaciones relativas a la Central de Balances Anual.
 — Informaciones relativas a la Central de Balances Banco de España / Registros Mercantiles (CBBE/RM o CBB).
 Empresas con menos de 50 empleados.

Fuente: Banco de España.

(a) Información disponible hasta el 17 de noviembre de 2000 (CBA y CBB).

(b) En el caso de los gráficos de Empleo y Gastos de personal por trabajador, los datos corresponden al subconjunto de empresas con datos coherentes en empleo (el 50 % del total de CBB).



3. EMPLEO Y GASTOS DE PERSONAL

Durante los períodos analizados, y en consonancia con la evolución de la actividad, la economía española continuó mostrando crecimientos de empleo, que fueron de un 3,5 % en 1999 y de un 2 % en los tres primeros trimestres de 2000. Debe subrayarse la significación del dato registrado por la CBT, ya que siempre mejora cuando se obtiene el correspondiente a la CBA, que incorpora en su muestra muchas más empresas de menor dimensión que, por su dinamismo, contribuyen muy positivamente a la creación de empleo (2). En el caso de la base anual, además, los datos de 1999 reflejaron, por quinto año consecutivo, crecimientos netos de empleo, con una progresiva mejoría en los incrementos del personal fijo, que creció un 2,6 %, después de que en 1998 ya lo hubiera hecho un 3,2 %. No obstante, también en 1999 el empleo temporal siguió creciendo a una tasa superior al fijo (6,9 %, frente al citado 2,6 %). La evolución hasta el tercer trimestre de 2000 sigue estando afectada por la tantas veces reseñada persistencia de algunos ajustes aislados en empresas y sectores muy concretos (en reorganización o en proceso de liberalización), pero cuantitativamente muy significativos, que distorsionan a la baja esta información facilitada por la muestra de empresas que componen la CBT. En concreto, son los sectores de Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua,

(2) Sobre el comportamiento de las pequeñas empresas, el recuadro 2 facilita detalles adicionales, obtenidos a partir de la muestra de empresas que depositan sus cuentas en los Registros Mercantiles (base de datos CBBE-RM).

y el de Transportes y comunicaciones, los que concentran las reestructuraciones mencionadas, de los que, si se eliminasen las aludidas empresas, el empleo presentaría un crecimiento aún más notable. El cuadro 2.a informa de que, solo con eliminar el sector eléctrico, el resto de la muestra registra una tasa de crecimiento del 2,7 % en el año 2000. Por su parte, el sector manufacturero, en consonancia con la evolución más contenida de su actividad en 1999, mostró una tasa de crecimiento del empleo del 1,8 %, que, aun siendo positiva, no alcanzó los niveles del año anterior. La fuerte expansión de la actividad en este sector en los tres primeros trimestres del año 2000 ha venido lógicamente acompañada de una intensificación en cuanto al ritmo de creación de empleo, registrando una tasa del 1,6 %, cuando, para esta misma muestra de empresas en la base CBT, esta tasa había sido en 1999 de un -0,6 %. De los sectores mostrados en el cuadro aludido, que son los más significativos en la base de datos trimestral, el del Comercio fue en el que el empleo creció con más intensidad (7,9 % en los nueve primeros meses de 2000, frente al 5,9 % en el mismo período del año 1999), y ello a pesar de la ya comentada ralentización del consumo en el tercer trimestre del año en curso. Por su parte, los gastos de personal crecieron un 5,1 % en 1999, tasa prácticamente idéntica a la obtenida en los tres primeros trimestres de 2000 (5,4 %), evolución que está fuertemente determinada por los procesos de creación de empleo registrados en el período analizado.

La evolución de las remuneraciones medias (gastos de personal por trabajador) mostró un crecimiento del 1,6 % en 1999, ligeramente inferior al 2 % de 1998, e inferior también al 3,4 % registrado en el período transcurrido en el año 2000. La mayor moderación que se observa en 1999 está influenciada por las diferencias de salarios existentes entre las nuevas contrataciones y los empleados de plantilla, como se puede comprobar en el cuadro 2.b y se comenta más adelante. El dato de 2000 incorpora un efecto de corrección al alza, derivado de la traslación del repunte de la inflación a las revisiones salariales pactadas en los diferentes convenios. El análisis sectorial de las remuneraciones medias confirma, tal y como se ha explicado para el total de la muestra, que fueron los sectores con mayor creación de empleo (comercio y construcción en 1999, a los que se añade el sector manufacturero en el 2000) los que también registraron un crecimiento más contenido de sus remuneraciones medias.

El cuadro 2.b corrobora lo ya comentado hasta ahora sobre el empleo. Así, se observa cómo las 495 empresas que incrementaron sus plantillas, lo hicieron a una tasa de variación del

CUADRO 2.a

Valor añadido, trabajadores, gastos de personal y gastos de personal por trabajador
Detalles según tamaño, naturaleza y actividad principal de las empresas
(Tasas de crecimiento sobre las mismas empresas en igual período del año anterior)

	Valor añadido bruto al coste de los factores				Trabajadores (media del período)				Gastos de personal				Gastos de personal por trabajador			
	CBA		CBT		CBA		CBT		CBA		CBT		CBA		CBT	
	1999	I a IV 99 (a)	I a III 99 (a)	I a III 00 (a)	1999	I a IV 99 (a)	I a III 99 (a)	I a III 00 (a)	1999	I a IV 99 (a)	I a III 99 (a)	I a III 00 (a)	1999	I a IV 99 (a)	I a III 99 (a)	I a III 00 (a)
Total	3,7	1,9	1,7	8,0	3,5	-0,1	-0,3	2,0	5,1	2,3	1,4	5,4	1,6	2,4	1,8	3,4
Total, excepto sector eléctrico	3,7	1,2	1,0	8,7	3,9	0,6	0,4	2,7	5,7	3,0	2,3	6,6	1,8	2,5	2,0	3,7
TAMAÑOS:																
Pequeñas	9,9	—	—	—	5,8	—	—	—	7,3	—	—	—	1,4	—	—	—
Medianas	10,6	5,9	6,8	11,1	7,9	4,1	3,6	4,5	9,0	5,8	5,3	8,1	1,1	1,7	1,7	3,4
Grandes	2,7	1,7	1,4	7,7	2,6	-0,5	-0,7	1,7	4,5	2,0	1,1	5,1	1,8	2,6	1,8	3,4
NATURALEZA:																
Públicas	0,3	0,8	0,3	9,4	0,5	0,7	0,9	0,7	4,6	4,9	4,6	6,5	4,0	4,1	3,6	5,8
Privadas	4,2	2,2	2,0	7,6	4,3	-0,4	-0,8	2,3	5,2	1,4	0,3	5,0	1,0	1,8	1,1	2,6
DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA:																
Industrias manufactureras	0,6	0,4	-1,4	22,7	1,8	-0,6	-0,8	1,6	3,8	2,5	2,3	5,5	2,0	3,0	3,0	3,8
Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	4,0	4,8	4,3	5,7	-5,9	-7,3	-7,9	-6,0	-3,6	-3,4	-5,9	-3,6	2,4	4,2	2,3	2,5
Comercio	11,4	6,9	9,3	-1,3	6,8	6,4	5,9	7,9	9,3	7,7	7,1	9,1	2,3	1,2	1,1	1,1
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	0,4	-1,7	-1,4	0,5	-1,8	-4,5	-4,4	-2,9	2,8	0,1	-1,3	3,7	4,7	4,8	3,3	6,8

Fuente: Banco de España.
(a) Todos los datos de estas columnas se han calculado como media aritmética de los datos trimestrales.

11,5 %, resaltando el importante crecimiento de empleo fijo (9,4 %). Por su parte, en las empresas con destrucción de empleo (279) este cayó un 10,6 %. En cuanto a las remuneraciones medias, se siguió observando un menor crecimiento en el agregado de empresas creadoras de empleo, aunque el diferencial con el agregado de empresas que disminuyeron sus plantillas se redujo hasta 0,3 puntos. Ello se explica, por un lado, por la existencia de presiones salariales al alza, relacionadas con las subidas de la inflación, que compensan el efecto que sobre las remuneraciones tiene el empleo nuevo incorporado a las empresas. También influye el hecho de que, en las empresas con reducción de plantillas, los costes asociados a estos despidos se encuentran en gran medida provisio-

nados, con lo que, si se pudiera añadir dicho coste (no disponible en la información trimestral), la tasa de las remuneraciones para este agregado se elevaría sensiblemente.

Finalmente, a partir de la información suministrada por el cuadro 4 se observa que en el año 1999 aumentó el porcentaje de empresas en las que creció el empleo (casi un 77 % de empresas, frente al 74,2 % de 1998), siendo además el tercer año consecutivo en que crece este porcentaje. Los resultados de la CBT para los tres primeros trimestres de 2000 muestran una situación muy similar en el tercer trimestre de 2000 y en el de 1999 (en ambos se situó en torno al 62 %), si bien hay que reseñar que en los dos primeros trimestres del año 2000 este

CUADRO 2.b

Empleo y gastos de personal
Detalle según evolución del empleo

	Total empresas CBT I a III 2000	Empresas que incrementan (o no varían) el número de trabajadores	Empresas que disminuyen el número de trabajadores
Número de empresas	774	495	279
Gastos de personal			
Situación inicial I a III 1999 (millones de euros)	13.398,9	6.942,9	6.456,0
Tasa I a III 00 / I a III 99	5,4	16,3	-6,4
Remuneraciones medias			
Situación inicial I a III 1999 (euros)	26.369	23.941	29.480
Tasa I a III 00 / I a III 99	3,4	4,3	4,6
Número de trabajadores			
Situación inicial I a III 1999 (miles)	509	290	219
Tasa I a III 00 / I a III 99	2,0	11,5	-10,6
Fijos			
Situación inicial I a III 1999 (miles)	434	229	205
Tasa I a III 00 / I a III 99	0,4	9,4	-9,7
No fijos			
Situación inicial I a III 1999 (miles)	75	61	14
Tasa I a III 00 / I a III 99	11,1	19,3	-23,9

Fuente: Banco de España.

mismo porcentaje había sido cercano al 65 %. Por otra parte, creció sensiblemente el porcentaje de empresas en las que el crecimiento de la remuneración media superó a la inflación (un 52,1 % de las empresas que conforman la muestra del tercer trimestre de 2000, frente a un 45,9 % de las empresas del mismo trimestre del año anterior), a pesar del aumento de la tasa de inflación, lo que podría repercutir negativamente en los propios procesos de creación de empleo a corto y medio plazo.

4. RESULTADOS, MÁRGENES Y RENTABILIDADES

Como consecuencia de la evolución de la actividad y de los gastos de personal, el resultado económico bruto creció en 1999 un 2,2 %, tasa sensiblemente inferior al 8,6 % registrado en 1998. En el período que cubre los nueve primeros meses de 2000, este excedente (que mide los márgenes de explotación, es decir, los que remuneran los activos invertidos y, entre otros casos, proporcionan fondos para la autofinanciación de las inversiones) retornó a ritmos de crecimiento en consonancia con la evolución

detectada en el VAB, alcanzando un 9,8 % para el período mencionado. Por su parte, los gastos financieros, que siguieron cayendo en 1999 debido a la traslación a las empresas de las sucesivas reducciones en los tipos de interés (3), pasaron a aumentar en los tres primeros trimestres de 2000, después de seis años de continuas bajadas en las cuentas de resultados de las empresas no financieras. El aumento de los gastos financieros en los nueve primeros meses de 2000, cifrado en el 20,1 %, se deriva fundamentalmente de la mayor apelación a fuentes de financiación externa, ya que la variación debida al tipo de interés sigue siendo reducida. Concretamente:

	I a III 00/I a III 99
Variación de los gastos financieros	+20,1 %
A. Intereses por financiación recibida (1+2)	+19,1 %
1. Variación debida al coste (tipo de interés)	+5,8 %
2. Variación debida a la financiación con coste	+13,3 %
B. Comisiones y descuentos por pronto pago	+1,0 %

El cuadro confirma que el incremento experimentado por los gastos financieros tiene un doble origen. Por un lado, se explica por el incremento de los tipos de interés, y, por otro, por el aumento de la apelación a fuentes de financiación externas para la realización de nuevas inversiones, ya que el mercado, a pesar de la subida del coste de la financiación, continúa ofreciendo condiciones financieras, especialmente favorables cuando se compara el coste en el que se incurre, con la rentabilidad que genera la inversión en otros activos financieros.

El aumento de los gastos financieros en los tres primeros trimestres de 2000 no afectó al crecimiento de los recursos generados, que aumentaron el 13 % para este período, después de experimentar una evolución más moderada en 1999, en sintonía con el desarrollo de la actividad en ese año. En cualquier caso, debe considerarse que los gastos financieros, después de seis años de continuas reducciones,

(3) Los datos de la publicación anual informan, en la cuenta de resultados en valores absolutos, del aumento que se produjo en 1999 en los gastos financieros. Sin embargo, esa subida viene dada, exclusivamente, por las operaciones realizadas por dos grandes empresas nacionales, que han reorganizado la estructura de su grupo de empresas, creando nuevas filiales y aumentando la interdependencia financiera entre las empresas del grupo. Los flujos corrientes derivados de estas operaciones, de las que no existen antecedentes comparables en la serie histórica, han sido depurados a los solos efectos del cálculo de las tasas de variación, para reflejar más adecuadamente el comportamiento del conjunto de las empresas españolas.

RECUADRO 3

Estructura de la cuenta de pérdidas y ganancias

El cuestionario trimestral de la CBT se compone de 23 rúbricas de la cuenta de pérdidas y ganancias, frente a las 94 requeridas en el cuestionario anual. Las diferencias en el detalle de la información, y la necesidad de enlazar ambas fuentes, aconsejan, para la elaboración de este artículo, una presentación sintética de la cuenta de pérdidas y ganancias como la que se muestra en el cuadro 1. El objeto de este recuadro es poner de manifiesto, a través de una presentación en estructura de la cuenta de resultados, que, para las 6.014 empresas que, hasta este momento, habían colaborado con la CBA, las rúbricas que se han omitido (las precedidas por las letras a, b, c y d), con el fin de permitir el enlace antes citado, no tienen un peso importante dentro de esta cuenta, y en ningún caso su ausencia imposibilita o distorsiona la realización de los análisis y comparaciones realizados.

A pesar de que en la monografía anual de la Central de Balances se puede encontrar el desarrollo completo de dichas partidas, quizás sea aconsejable detallar el contenido de dos de ellas. La primera es la rúbrica «c. Otros ingresos incluidos en recursos generados», que comprende, fundamentalmente, los resultados extraordinarios, los intereses activados y otras revalorizaciones, y la dotación ordinaria a las provisiones para riesgos y gastos. La segunda es la rúbrica «d. Otros ingresos no incluidos en recursos generados», que incluye las ganancias y pérdidas de capital, los ingresos y gastos de otros ejercicios y los resultados diferidos.

Cuenta de pérdidas y ganancias (estructura)		
Número de empresas / Cobertura total nacional		6014 / 27,1 %
AÑO		1999
1.	VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	100,0
1.	Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación	122,4
a.	Restantes conceptos	-22,4
2.	CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	67,2
1.	Compras netas	42,5
2.	Otros gastos de explotación	25,3
b.	Restantes conceptos	-0,5
S.1.	VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES (1 - 2)	32,8
3.	Gastos de personal	17,0
S.2.	RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN (S.1 - 3)	15,8
4.	Ingresos financieros	3,1
5.	Gastos financieros	3,1
6.	Impuestos sobre los beneficios	2,0
c.	Otros ingresos incluidos en recursos generados	-0,1
S.3.	RECURSOS GENERADOS (S.2 + 4 - 5 - 6 + c)	13,7
7.	Amortizaciones y provisiones	11,4
d.	Otros ingresos no incluidos en recursos generados	2,7
S.4.	RESULTADO NETO TOTAL (S.3 - 7 + d)	5,0
e.	Propuesta de distribución de dividendos	3,1
f.	Beneficios no distribuidos	1,9
Promemoria:		
S.5.	AUTOFINANCIACIÓN (S.3 - e = f + 7 - d)	10,7

CUADRO 3

**Evolución de las compras y la cifra de negocios de las empresas que informan
sobre la procedencia de sus compras y el destino de sus ventas
Estructura**

	Central de Balances Anual		Central de Balances Trimestral	
	1998	1999	I a IV 99 (a)	I a III 00 (a)
Total empresas	7.646	6.014	877	774
Empresas que informan sobre procedencia / destino	7.646	6.014	823	739
	%	%	%	%
Compras netas	100,0	100,0	100,0	100,0
PROCEDENCIA DE LAS COMPRAS:				
España	66,3	64,4	74,2	70,3
Total exterior	33,7	35,6	25,8	29,7
Países de la UE	23,3	23,4	16,3	14,9
Terceros países	10,4	12,2	9,5	14,8
Importe neto de la cifra de negocios	100,0	100,0	100,0	100,0
DESTINO DE LAS VENTAS:				
España	80,4	80,8	89,2	85,8
Total exterior	19,6	19,2	10,8	14,2
Países de la UE	14,6	14,3	7,5	9,3
Terceros países	5,0	4,9	3,3	5,0

Fuente: Banco de España.

(a) Todos los datos de estas columnas se han calculado como media aritmética de los correspondientes trimestres que las componen, incluido el dato número de empresas.

han pasado a tener una menor importancia relativa en la cuenta de resultados (en 1993 representaban el 7,6 % del valor de la producción; en el tercer trimestre de 2000 este porcentaje es el 3,4 %), por lo que los aumentos en los gastos financieros no tienen una repercusión de la misma magnitud en la evolución de los recursos generados por las empresas. Por sectores, tal como muestra el cuadro 5, resaltan los fuertes incrementos de las industrias manufactureras, con crecimientos del 34,1 % en los nueve primeros meses de 2000, y el deterioro experimentado por el sector Comercio, que, tras varios años de importantes crecimientos, presenta una caída para los tres primeros trimestres de 2000 del -12,9 %, tasa que, como se ha anticipado en el apartado referido a la actividad, viene determinada, fundamentalmente,

por la negativa evolución del excedente de explotación de las empresas comercializadoras de carburantes

Por su parte, las rentabilidades ordinarias (tanto del activo neto como la de los recursos propios), en consonancia con la evolución de la actividad productiva, mostraron unos niveles sostenidos para 1999, aunque ligeramente inferiores a los del año anterior, volviendo a aumentar en los meses transcurridos del año 2000. Esta subida en lo que va del año en curso se ha dado de modo generalizado en todos los sectores de actividad, con la excepción del sector comercio, por los motivos ya reseñados. Así, para los tres primeros trimestres de 2000 la rentabilidad ordinaria del activo neto se situó en el 9,6 %, frente al 7,6 % que presenta el

CUADRO 4

Gastos de personal, trabajadores y gastos de personal por trabajador
Porcentaje del número de empresas en determinadas situaciones

	Central de Balances Anual		Central de Balances Trimestral			
	1998	1999	I a IV 98 (a)	I a IV 99 (a)	III 99	III 00
Número de empresas	7.646	6.014	834	877	869	531
Gastos de personal	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Caen	21,3	21,5	27,7	30,1	31,1	24,8
Se mantienen o suben	78,7	78,5	72,3	69,9	68,9	75,2
Número medio de trabajadores	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Caen	25,8	23,2	40,3	39,2	38,1	38,0
Se mantienen o suben	74,2	76,8	59,7	60,8	61,9	62,0
Gastos de personal por trabajador (respecto a inflación) (b)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Crecimiento menor	40,7	52,7	42,7	48,9	54,1	47,9
Crecimiento mayor o igual	59,3	47,3	57,3	51,1	45,9	52,1

Fuente: Banco de España.
(a) Media aritmética de los correspondientes trimestres que componen cada columna.
(b) T (1,12) del IPC.

dato anual para 1999. Por su parte, el coste de la financiación, después de registrar un nuevo mínimo en 1999, del 5,1 %, experimentó un ligero repunte, hasta situarse, para el conjunto de los meses transcurridos de 2000, en un 5,5 %. No obstante, ambos valores, a la vista de los altos niveles registrados por la rentabilidad en los dos períodos analizados, no fueron obstáculo para que, una vez más, se obtuvieran unos valores del apalancamiento fuertemente positivos, que son el mejor exponente de la permanencia de las empresas españolas en un ciclo de bonanza económica, y del mantenimiento de las condiciones que garantizan la realización de nuevas inversiones, y crecimiento del empleo, a pesar de la desaceleración en la actividad productiva detectada en el tercer trimestre de 2000.

Por último, el cuadro 6 informa de la distribución de las empresas según la rentabilidad obtenida, independientemente de su tamaño o naturaleza. Se observa, para el tercer trimestre de 2000, una situación similar a la del mismo

trimestre del año anterior, en el que tan solo se aprecia, como rasgo más distintivo, un ligero desplazamiento hacia rentabilidades más elevadas (un 45,3 % de empresas obtuvieron rentabilidades del activo neto superiores al 10 %, frente al 44,2 % de 1999). En resumen, las empresas cerraron un año 1999 con crecimientos sostenidos, aunque más moderados que los del año anterior, apreciándose, a medida que avanzaba el año, una progresiva recuperación del sector manufacturero, así como un repunte de la inflación, como resultado del fuerte incremento de los precios del petróleo. Esta situación dejó paso a un año 2000 en el que las buenas expectativas se tradujeron en una fuerte expansión en todos los ámbitos (actividad, empleo y rentabilidades), retomando el ciclo de fuertes crecimientos en el que la economía está inmersa desde 1996. No obstante, la persistencia en el crecimiento de los precios del crudo, el aumento en la tasa de inflación y la expansión de los costes salariales podrían empezar a afectar a las excelentes condiciones en las que se encuentran los negocios empre-

CUADRO 5

Resultado económico bruto, recursos generados, rentabilidad ordinaria del activo y apalancamiento
Detalles según tamaño, naturaleza y actividad principal de las empresas
(Ratios y tasas de crecimiento sobre las mismas empresas en igual período del año anterior)

	Resultado económico bruto				Recursos generados				Rentabilidad ordinaria del activo (R.1)				Apalancamiento			
	CBA	CBT			CBA	CBT			CBA	CBT			CBA	CBT		
	1999	I a IV 99 (a)	I a III 99 (a)	I a III 00 (a)	1999	I a IV 99 (a)	I a III 99 (a)	I a III 00 (a)	1999	I a IV 99 (a)	I a III 99 (a)	I a III 00 (a)	1999	I a IV 99 (a)	I a III 99 (a)	I a III 00 (a)
Total	2,2	1,6	1,9	9,8	3,0	5,7	5,6	13,0	7,6	8,5	8,7	9,6	2,5	3,2	3,5	4,1
Total, excepto sector eléctrico	1,0	-0,8	-0,3	10,6	2,8	6,8	5,1	15,6	7,7	8,5	8,8	10,7	2,4	3,0	3,3	4,8
TAMAÑOS:																
Pequeñas	14,4	—	—	—	16,7	—	—	—	10,2	—	—	—	4,7	—	—	—
Medianas	12,6	5,9	9,1	15,0	15,9	12,1	9,1	16,3	11,1	10,4	10,9	13,1	6,6	5,8	6,4	7,7
Grandes	0,9	1,4	1,6	9,6	1,5	5,5	5,5	12,8	7,3	8,4	8,6	9,5	2,2	3,1	3,4	3,9
NATURALEZA:																
Públicas	-14,3	-7,4	-7,8	14,8	9,4	5,5	4,1	10,7	1,6	3,4	3,7	6,3	-3,9	-1,8	-1,4	1,0
Privadas	3,4	2,7	3,1	9,3	2,6	5,7	5,8	13,5	9,0	9,7	10,0	10,2	4,0	4,4	4,8	4,6
DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA:																
Industrias manufactureras	-3,4	-1,8	-5,7	43,8	-3,2	1,3	0,5	34,1	10,7	11,1	11,6	14,9	6,3	6,3	6,9	9,2
Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	6,4	7,5	7,7	8,3	3,6	3,7	7,6	8,0	7,2	8,4	8,6	7,9	2,9	3,7	4,0	2,8
Comercio	14,3	6,6	13,1	-13,7	12,7	10,3	14,9	-12,9	11,9	11,0	11,7	8,4	7,9	6,2	7,0	3,9
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	-1,5	-3,0	-1,3	-1,5	2,4	2,4	-1,3	-4,2	6,4	6,4	6,6	10,5	0,1	0,5	0,7	3,9

Fuente: Banco de España.

(a) Todos los datos de estas columnas se han calculado como media aritmética de los datos trimestrales.

sariales. En cualquier caso, no es previsible que, si todos los agentes implicados actúan con prudencia y moderación en la toma de decisiones, los efectos contractivos puedan ir más allá de una ligera desaceleración coyuntural de la que incluso el sector empresarial puede salir reforzado.

5. INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN

El análisis realizado de los datos de 1999 hasta este momento se basa en el capítulo II de la monografía anual de la Central de Balan-

ces, al que se añaden los datos procesados en la CBT para los trimestres transcurridos de 2000, también a partir de unos cuadros con una presentación eminentemente empresarial. Sin embargo, existe otra articulación contable, de análisis económico general, desarrollada en la monografía anual en su capítulo III, que permite la obtención de saldos y agregados útiles para el análisis macroeconómico. Esto es lo que ofrece el cuadro 7, que presenta una síntesis de la cuenta de capital y financiera, con la información disponible en la CBA para los años 1997 a 1999, base de datos que tiene un detalle de información suficiente para la

CUADRO 6

Estructura de la rentabilidad ordinaria del activo neto y de la rentabilidad ordinaria de los recursos propios de las empresas colaboradoras

	Central de Balances Trimestral			
	Rentabilidad ordinaria del activo neto (R. 1)		Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (R.3)	
	III 99	III 00	III 99	III 00
Total empresas	100,0	100,0	100,0	100,0
R ≤ 0 %	22,9	22,5	25,5	24,8
0 % < R ≤ 5 %	17,6	16,5	14,3	14,0
5 % < R ≤ 10 %	15,4	15,7	10,8	10,9
10 % < R ≤ 15 %	12,6	14,2	10,3	11,9
15 % < R	31,6	31,1	39,1	38,4
Número de empresas	869	531	869	531
PRO MEMORIA:				
Rentabilidad media	8,5	11,3	10,7	14,5

Fuente: Banco de España.

obtención de esas cuentas, lo que no es posible a partir de la información recibida en la CBT.

En 1999, el total de empresas que configura la muestra de la CBA mostró, por quinto año consecutivo, capacidad de financiación, aunque en este último año fue muy reducida (4). La fuerte generación de recursos, plasmada en un incremento sustancial del ahorro bruto, permitió que se cubrieran las inversiones del ejercicio, dejando prácticamente en valores nulos la capacidad de financiación (fue un 0,2 %), aunque hay que tener en cuenta el fuerte aumento experimentado por la forma-

ción bruta de capital fijo, que creció hasta representar el 25,2 % del VAB en 1999, que es el porcentaje más elevado desde 1995. En cuanto a las operaciones financieras netas, el cuadro muestra la importancia que en el año 1999 tuvo la adquisición de acciones y participaciones, buena parte de ellas en los mercados exteriores. Las grandes empresas nacionales en 1999 han realizado operaciones de concentración y reorganización de grupos de empresas sin parangón en la serie histórica, al haber coincidido en el mismo ejercicio las operaciones de reestructuración del sector eléctrico, en cumplimiento del imperativo legal de separación de las actividades de generación, distribución y comercialización de la electricidad, con otras de reorganización interior y adquisición de filiales extranjeras. Estas operaciones, dirigidas fundamentalmente a aumentar la presencia española en los mercados latinoamericanos, afectaron principalmente a las empresas de los sectores de Telecomunicaciones y a las de la industria manufacturera, siendo especialmente significativa, por su cuantía, la liderada por el sector del refino. Paralelamente y por la misma razón, los préstamos con el resto del mundo tuvieron una fuerte expansión en las empresas analizadas.

El panorama descrito en este artículo, aun con la desaceleración detectada en el tercer trimestre de 2000, de intensa generación de actividad, rentas o recursos y empleo, manteni-

(4) El recuadro 2 de la monografía anual ofrece algunos datos de interés sobre el número y sector de actividad de las empresas creadas y que causan baja cada año, así como sobre la diferente estructura y signo de las cuentas corrientes y de acumulación de estas empresas, respecto de la de las empresas ya existentes. En el recuadro se muestra cómo son precisamente las empresas de nueva creación las que tienen importantes necesidades de financiación (como resultado de la intensidad de la inversión realizada en la puesta en funcionamiento de la empresa y de la ausencia de renta empresarial, y de ahorro bruto, en el primer año de vida de la empresa). Este fenómeno hace compatible la existencia de necesidad de financiación en el agregado que obtiene el sistema de cuentas nacionales para el sector de Sociedades no financieras, y la constatación que se hace en este artículo de la capacidad de financiación (matizando que en el año 1999 es prácticamente nula) de las empresas de la muestra de la Central de Balances (principalmente, generada por las grandes empresas nacionales).

CUADRO 7

**Flujos de capital y financieros
(Estructura: VAB a p.b. = 100)**

Bases	Porcentaje sobre VAB a p.b.		
	1997	1998	1999
Número de empresas / Cobertura total nacional (a)	8049/33,7%	7646/32,2%	6014/27,1%
Años	1997	1998	1999
1. Recursos de capital	28,8	31,9	32,2
1. Ahorro bruto	28,1	29,9	30,6
2. Transferencias netas de capital	0,6	2,0	1,6
2. Empleos de capital	25,0	25,5	32,0
1. Formación bruta de capital	23,9	24,1	30,7
1. Formación bruta de capital fijo	20,2	20,4	25,2
2. Variación de existencias	3,7	3,7	5,5
2. Otros empleos de capital	1,1	1,4	1,3
3. Capacidad (+), necesidad (-) de financiación (1- 2.1 - 2.2 = -4)	3,8	6,4	0,2
4. Contracción neta de pasivos menos adquisición neta de activos financieros	-3,8	-6,4	-0,2
1. Valores distintos de acciones y participaciones	-1,4	-2,6	4,0
2. Acciones y participaciones	0,0	-0,6	-24,2
3. Préstamos de instituciones financieras	6,4	4,5	3,6
4. Préstamos del resto del mundo	-0,2	4,2	11,1
5. Préstamos de otros sectores residentes	-1,1	-5,2	-1,4
6. Reservas técnicas de seguros: fondos de pensiones	0,6	-0,1	0,8
7. Créditos comerciales y otras cuentas pendientes netas de otros activos	-8,1	-6,6	6,0
PRO MEMORIA:			
Inversión en inmovilizado material (b)	9,9	10,2	11,7

Fuente: Banco de España.

(a) Medida en relación con el valor añadido bruto a precios básicos del sector de Sociedades no financieras.

 (b) Respecto de inmovilizado material neto a principio de ejercicio. Esta *ratio*, calculada en el ámbito conceptual de la contabilidad de empresas, se obtiene a partir del subconjunto de empresas con más de 100 empleados.

miento de altas rentabilidades y apalancamiento fuertemente positivo, explica el fenómeno que acaba de describirse en este apartado, respecto de la reorganización e internacionalización de las empresas españolas (en las que tienen un destacado peso los antiguos monopolios estatales y las empresas de los sectores desregulados). Este cambio de comportamiento

muestra, además, la madurez de la economía española, con patrones de actuación comunes a las grandes economías y la vocación de las empresas nacionales por aprovechar sus ventajas naturales en el proceso de globalización.

21.11.2000.

La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre del año 2000

El proceso de creación de nuevos puestos de trabajo mantuvo un notable vigor en el tercer trimestre del año 2000, según se desprende de los resultados de la Encuesta de Población Activa (EPA). De acuerdo con los datos oficiales de esta encuesta, entre julio y septiembre el empleo en la economía española aumentó en 670.000 personas (véase cuadro 1), en relación con los mismos meses de 1999, lo que representa una tasa interanual del 4,8 %, solo ligeramente inferior a la experimentada en el trimestre precedente (4,9 %). Como ya se comentó en los dos informes anteriores, la renovación parcial de las secciones censales que forman la muestra de la EPA, llevada a cabo en el primer trimestre de 2000 (1), ha afectado a la comparabilidad de las cifras del presente año con las del año precedente. Por ello, el INE ha venido proporcionando adicionalmente los datos trimestrales del año 2000 correspondientes a la muestra antigua; calculada con estos datos homogéneos, la tasa de variación interanual del empleo se situó en el 4,2 % en el tercer trimestre, también una décima inferior a la del período comprendido entre abril y junio. Otros indicadores de empleo tienden a confirmar la evolución proporcionada por la EPA. Así, las afiliaciones a la Seguridad Social registraron un crecimiento interanual del 5 % en el tercer trimestre del año actual, una décima por debajo del experimentado en el período precedente; no obstante, en octubre, los afiliados redujeron su ritmo de variación hasta el 4,4 %, lo que parece apuntar hacia una ralentización tendencial algo más acusada de este indicador, que habría quedado parcialmente compensada por el alza de las ocupaciones estivales. El elevado ritmo de crecimiento económico es el principal factor que explica la fortaleza que, en cualquier caso, mantiene el proceso de creación de empleo (véase gráfico 1).

Desde la óptica de la oferta de trabajo cabe destacar el dinamismo de la población activa, que aumentó un 2,7 % en términos interanuales (2,2 % si se descuenta el efecto de la actualización de la muestra), pese a desacelerarse levemente (dos décimas) respecto al trimestre anterior, confirmando la tendencia apuntada en el informe de septiembre. El vigor que muestra la fuerza laboral es consecuencia, principalmente, de la evolución de la tasa de participación, que se situó en el 51,6 % de la población mayor de 16 años, cuatro décimas por encima de la del segundo trimestre. En relación con el colectivo entre 16 y 64 años, que es el que se emplea para realizar comparaciones con otros

(1) Véase «La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2000», *Boletín económico*, Banco de España, mayo 2000, para una información algo más detallada.

CUADRO 1

Evolución del empleo (a)

% y miles de personas

	Tasa de variación media anual					Tasa de variación interanual				
	1996	1997	1998	1999	2000 (c)	III TR 99	IV TR 99	I TR 00	II TR 00	III TR 00
Población activa	1,3	1,1	0,9	1,0	2,8	0,9	1,8	2,8	2,9	2,7
Ocupados	2,1	2,9	3,4	4,6	5,0	4,7	5,2	5,3	4,9	4,8
<i>Ocupados a tiempo completo (b)</i>	1,8	2,6	3,6	4,4	5,0	4,4	5,1	5,2	5,1	4,6
<i>Ocupados a tiempo parcial</i>	5,9	6,6	1,8	7,2	5,1	8,1	7,5	5,4	3,2	6,7
Asalariados	2,7	4,2	4,6	6,7	6,6	7,1	7,6	7,1	6,6	6,1
<i>Asalariados fijos (b)</i>	4,4	4,7	5,4	7,0	7,9	7,1	7,4	8,5	7,6	7,7
<i>Asalariados temporales</i>	-0,5	3,4	3,0	6,0	3,9	7,1	8,0	4,1	4,7	3,0
No asalariados	0,4	-1,2	-0,2	-2,2	-0,9	-3,4	-2,8	-1,2	-1,3	-0,1
Parados	-1,2	-5,2	-8,8	-14,9	-8,7	-16,0	-13,5	-9,1	-8,0	-8,8

PRO MEMORIA: NIVELES (%):

Tasa de actividad	49,6	49,8	50,0	50,2	51,3	50,4	50,7	51,0	51,2	51,6
Tasa de paro	22,2	20,8	18,8	15,9	14,2	15,4	15,4	15,0	14,0	13,7
Ratio de temporalidad	33,8	33,5	33,0	32,8	32,1	33,3	32,6	31,7	32,1	32,3

	Variación media anual					Variación interanual				
	1996	1997	1998	1999	2000 (c)	III TR 97	III TR 98	III TR 99	III TR 00	
									Muestra actualizada	Muestra no actualizada
Población activa	210	174	144	158	459	147	174	140	445	360
Ocupados	254	357	440	613	685	336	464	627	670	592
<i>Ocupados a tiempo completo (b)</i>	200	294	422	538	628	273	456	545	597	514
<i>Ocupados a tiempo parcial</i>	54	63	18	75	57	63	8	82	73	78
Asalariados	243	394	448	680	711	407	437	730	674	611
<i>Asalariados fijos (b)</i>	258	286	350	477	571	303	332	488	563	494
<i>Asalariados temporales</i>	-15	108	98	203	140	104	105	242	111	117
No asalariados	11	-37	-8	-67	-26	-71	27	-103	-4	-19
Parados	-44	-183	-296	-455	-226	-189	-290	-487	-225	-232

PRO MEMORIA: NIVELES (%):

Tasa de actividad	50,0	50,3	50,4	51,6	51,3
Tasa de paro	20,5	18,6	15,4	13,7	13,7
Ratio de temporalidad	33,7	33,3	33,3	32,3	

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

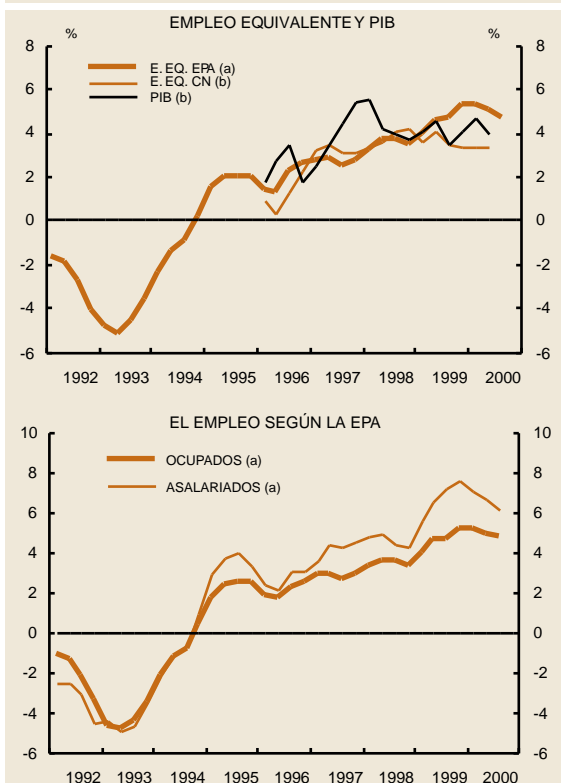
(a) Series corregidas del cambio censal de 1995-1996. Respecto a la renovación muestral del primer trimestre de 2000, salvo que se indique lo contrario, series oficiales.

(b) Antes de 1999, los ocupados no clasificables por tipo de jornada se incluyen con los trabajadores a tiempo completo, y los asalariados no clasificables por duración del contrato se incluyen con los trabajadores fijos.

(c) Período transcurrido del año.

GRÁFICO 1

Empleo y PIB Tasas interanuales



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Corregida del cambio censal de 1995-1996. Muestra actualizada en el primer trimestre de 2000.

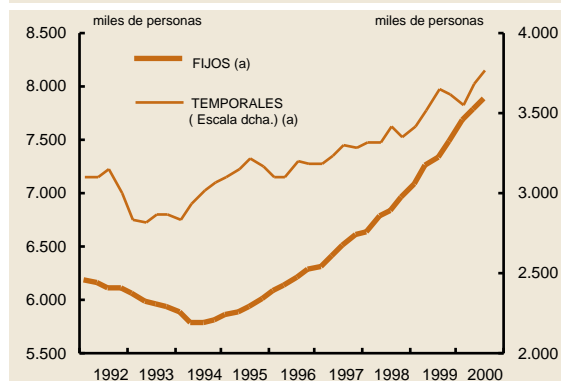
(b) Datos brutos.

países, la tasa de actividad también aumentó, hasta colocarse en el 65,3 %, punto y medio por encima de la correspondiente a un año antes. El desempleo se redujo en 21.000 personas en el tercer trimestre, ya que el aumento de los activos fue completamente absorbido por la ocupación. El número de parados se situó en 2.324.000, dando lugar a una caída interanual del 8,8 %, más intensa que la del trimestre precedente (8 %). Este resultado, sin embargo, contrasta con el recorte experimentado en la tasa de variación interanual de los parados registrados en el INEM en el mismo período (que pasó del -7,2 % en el segundo trimestre al -4,2 % en la época de verano). Según la EPA, la tasa de paro se redujo hasta el 13,7 % en el tercer trimestre del año 2000 (tasa igual a la obtenida con la muestra no actualizada), tres décimas menos que en el período abril-junio.

La información proporcionada por la EPA muestra, de nuevo, cómo la mayor parte de los puestos de trabajo creados en el tercer trimestre lo fueron por cuenta ajena. En términos interanuales, el ritmo de aumento de los asalaria-

GRÁFICO 2

Asalariados por modalidad de contrato



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

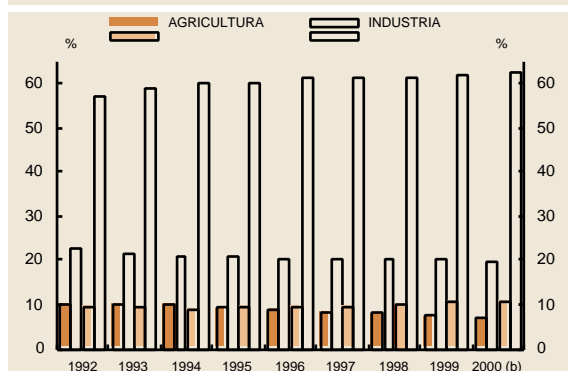
(a) Corregidas del cambio censal de 1995-1996. Muestra actualizada en el primer trimestre de 2000.

dos fue elevado, del 6,1 % (5,6 % a partir de cifras homogéneas), aunque volvió a reducirse en medio punto respecto al experimentado en el período precedente. De hecho, la desaceleración que viene registrando este colectivo desde finales de 1999 está siendo parcialmente contrarrestada por los no asalariados, que han moderado la intensidad de su descenso. La variación interanual de los trabajadores por cuenta propia quedó en el -0,1 % en los meses de verano, frente al -1,3 % del segundo trimestre y al descenso medio del 2,2 % registrado en el año anterior. A pesar de ello, los asalariados han vuelto a ganar peso dentro de los ocupados, representando el 79,7 % del empleo total en el tercer trimestre. Los datos de empleo de la CNTR también mostraron una ralentización en el ritmo de descenso de los no asalariados, mientras que la desaceleración de los asalariados fue más suave que la de la EPA, con datos del segundo trimestre del año.

Dentro del empleo asalariado, los trabajadores fijos registraron un avance estable en términos interanuales, mientras que los temporales se desaceleraron, comportamiento que contrasta con el mostrado el trimestre anterior (véase gráfico 2). En concreto, los trabajadores por cuenta ajena con contrato indefinido experimentaron un incremento del 7,7 % con respecto a un año antes (un punto porcentual menos con la serie homogénea), ritmo similar al registrado en la primavera, mientras que el número de temporales pasó de crecer al 4,7 % en el segundo trimestre, al 3 % (3,2 % con la muestra homogénea) en el verano, evolución coherente con unos resultados turísticos menos positivos que en años anteriores. La *ratio* de temporalidad subió dos décimas respecto al trimestre precedente, hasta el 32,3 %, pero si se compa-

GRÁFICO 3

Ocupados Distribución por ramas (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Porcentaje sobre el total. Corregidas del cambio censal de 1995-1996. Muestra actualizada en el primer trimestre de 2000.

(b) Media del período transcurrido del año.

ra con la correspondiente al mismo período de 1999, se produjo un recorte de un punto porcentual, del cual dos décimas deben atribuirse a la actualización de la muestra. La estadística de contratos, por su parte, reflejó un menor peso de los contratos indefinidos en el tercer trimestre, resultado relacionado con la época estival, ya que, en términos interanuales, el ritmo de crecimiento fue más alto que en el segundo trimestre. A su vez, los contratos de duración determinada experimentaron una cierta desaceleración en este período. En el mes de octubre la contratación indefinida mantuvo su dinamismo y se produjo una recuperación de los contratos temporales. Por otra parte, la *ratio* de parcialidad bajó en el tercer trimestre menos que otros años por esas fechas, quedando situada en el 8 %, resultado debido tanto a que los ocupados a tiempo parcial elevaron su tasa interanual hasta el 6,7 % (3,2 % en el trimestre anterior) —pese a su caída estacional en el trimestre— como a que los que trabajan a jornada completa redujeron su ritmo interanual en medio punto, hasta el 4,6 %.

Del análisis del empleo por ramas de actividad, a partir de los resultados de la EPA, cabe destacar, por un lado, que la destrucción neta de puestos de trabajo en la agricultura continuó en el tercer trimestre de 2000, pero a un ritmo más lento, acorde con la recuperación de la producción primaria; por otro, los ocupados en las ramas no agrícolas prolongaron las tendencias apuntadas en el informe anterior: se desaceleraron en la construcción y los servicios, y volvieron a incrementar su tasa de variación interanual en la industria (véanse gráfico 3 y cuadro 2). En este último caso, parece, no obstante, que el repunte iniciado a mediados del año

pasado está frenándose, fenómeno que se observa también en las afiliaciones a la Seguridad Social, y que ha venido precedido por una evolución menos expansiva del valor añadido bruto de esta rama en el segundo trimestre (véase gráfico 4). En cuanto a los servicios, la ralentización del empleo equivalente (que mide el empleo de forma homogénea, desde el punto de vista de la duración de la jornada) en el tercer trimestre no se trasladó a la cifra de personas ocupadas en el sector, que mantuvo estable su tasa de variación interanual en el 5,5%; ello puede deberse al mayor empuje experimentado por los ocupados a tiempo parcial en el verano, en relación con el mismo período de otros años.

Los trabajadores que en el tercer trimestre del año actual desempeñaban sus tareas en el conjunto de las ramas primarias sufrieron un descenso del 2,4 % en relación con la cifra de hace un año; esta reducción, en términos interanuales, fue inferior a la registrada en la primera mitad del año (3,3 % y 2,7 %, en el primero y segundo trimestres, respectivamente). Todos los puestos de trabajo perdidos en el trimestre eran por cuenta ajena, colectivo que disminuyó un 2,1 %, como consecuencia del significativo descenso del número de temporales; la *ratio* de temporalidad se redujo hasta el 55,9 %. Los no asalariados, siguiendo la dinámica general de este colectivo, atenuaron el ritmo de caída, hasta el -2,6 %.

Durante el tercer trimestre, el sector industrial siguió beneficiándose del favorable contexto exterior, lo que afectó positivamente a la ocupación, que aumentó un 3,5 % respecto al tercer trimestre de 1999. Sin embargo, el alza del precio del crudo ha provocado un cambio de tendencia en la actividad industrial, que se ha reflejado en una aceleración más lenta del empleo: dos décimas en el tercer trimestre, frente a seis en los dos anteriores. El número de trabajadores por cuenta propia permaneció prácticamente inalterado en este período, de forma que los nuevos puestos de trabajo generados fueron ocupados por asalariados, que aumentaron un 3,7 %. Dentro de estos últimos, se mantuvieron las pautas de crecimiento de la contratación indefinida y temporal: los nuevos asalariados que gozan de una relación estable con la empresa experimentaron un incremento del 6,7 %, con respecto al mismo trimestre del año anterior (4,9 % en la primavera), y el número de trabajadores con contrato de duración determinada cayó un 3,9 %, en términos interanuales. Esto permitió que la *ratio* de temporalidad se colocara en el 26,3 %, medio punto por debajo de la del segundo trimestre. En cuanto a la duración de la jornada, se intensificaron las tendencias apuntadas en informes anteriores,

CUADRO 2

Evolución del empleo por ramas de actividad (a)

% y miles de personas

	Tasa de variación interanual					Variaciones interanuales del mismo trimestre para distintos años				
						III TR 00				
	III TR 99	IV TR 99	I TR 00	II TR 00	III TR 00	III TR 97	III TR 98	III TR 99	Muestra actualizada	Muestra no actualizada
TOTAL OCUPADOS	4,7	5,2	5,3	4,9	4,8	336	464	627	670	592
Agricultura	-3,7	-2,5	-3,3	-2,7	-2,4	-17	-7	-39	-24	-27
No agrícola	5,4	5,9	6,0	5,5	5,4	353	471	666	694	619
Industria	1,9	2,1	2,7	3,3	3,5	86	129	53	99	97
Construcción	12,9	13,0	12,0	9,8	7,8	52	75	171	117	116
Servicios	5,4	6,0	6,0	5,5	5,5	215	267	442	478	406
Servicios venta (b)	5,8	7,0	7,1	6,7	6,4	139	168	290	337	
Servicios no venta (b)	4,7	4,4	4,5	3,7	4,2	76	99	152	141	
TOTAL ASALARIADOS	7,1	7,6	7,1	6,6	6,1	407	437	730	674	611
Agricultura	0,4	2,3	-3,1	-0,4	-2,1	23	5	1	-8	
No agrícola	7,4	7,8	7,5	6,9	6,4	384	432	729	682	
Industria	3,0	2,7	3,7	3,6	3,7	99	122	72	91	
Construcción	14,6	14,8	12,8	11,0	8,2	42	92	152	98	
Servicios	7,8	8,6	8,1	7,4	7,1	243	218	505	493	
Servicios venta (b)	9,6	11,4	11,3	10,6	9,6	147	130	330	364	
Servicios no venta (b)	5,9	5,3	4,4	3,8	4,1	96	88	175	129	
	Tasa de variación media anual					Ratio de asalarización (d)				
	1996	1997	1998	1999	2000 (c)	1996	1997	1998	1999	2000 (c)
TOTAL OCUPADOS	2,1	2,9	3,4	4,6	5,0	75,1	76,1	76,9	78,4	79,4
Agricultura	-3,2	-1,0	-0,6	-4,3	-2,8	33,3	37,2	38,1	39,4	39,6
No agrícola	2,6	3,2	3,8	5,4	5,6	79,0	79,6	80,3	81,5	82,4
Industria	-1,3	2,8	4,9	2,8	3,2	86,2	87,1	87,7	88,2	88,5
Construcción	3,4	5,5	5,2	12,0	9,8	75,1	75,4	77,7	79,0	79,3
Servicios	3,9	3,0	3,2	5,2	5,7	77,3	77,8	78,3	79,8	80,9
Servicios venta (b)	3,0	3,4	3,2	5,5	6,7	67,4	68,2	68,9	70,8	72,9
Servicios no venta (b)	5,2	2,4	3,3	4,8	4,1	92,5	92,8	92,9	93,7	93,7
						Ratio de temporalidad (e)				
	1996	1997	1998	1999	2000 (c)	1996	1997	1998	1999	2000 (c)
TOTAL ASALARIADOS	2,7	4,2	4,6	6,7	6,6	33,8	33,5	33,0	32,8	32,1
Agricultura	-1,4	10,6	1,7	-1,1	-1,9	58,9	60,2	60,8	60,7	58,5
No agrícola	2,9	4,0	4,7	7,0	6,9	32,8	32,4	31,9	31,7	31,1
Industria	-1,0	3,8	5,6	3,4	3,6	28,7	30,0	28,9	28,0	26,7
Construcción	2,6	5,9	8,4	13,8	10,6	62,7	61,7	62,5	61,7	59,5
Servicios	4,4	3,7	3,8	7,3	7,5	29,8	28,8	28,1	28,0	27,8
Servicios venta (b)	3,8	4,6	4,3	8,6	10,5	35,8	34,8	33,1	30,8	29,9
Servicios no venta (b)	5,0	2,7	3,4	5,7	4,1	23,1	21,9	22,4	24,7	25,1

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Series corregidas del cambio censal de 1995-1996. Respecto a la renovación muestral del primer trimestre de 2000, salvo que se indique lo contrario, series oficiales.

(b) Servicios venta comprende las actividades de comercio, hostelería, transporte, intermediación financiera y actividades inmobiliarias. Servicios no venta comprende el resto de servicios.

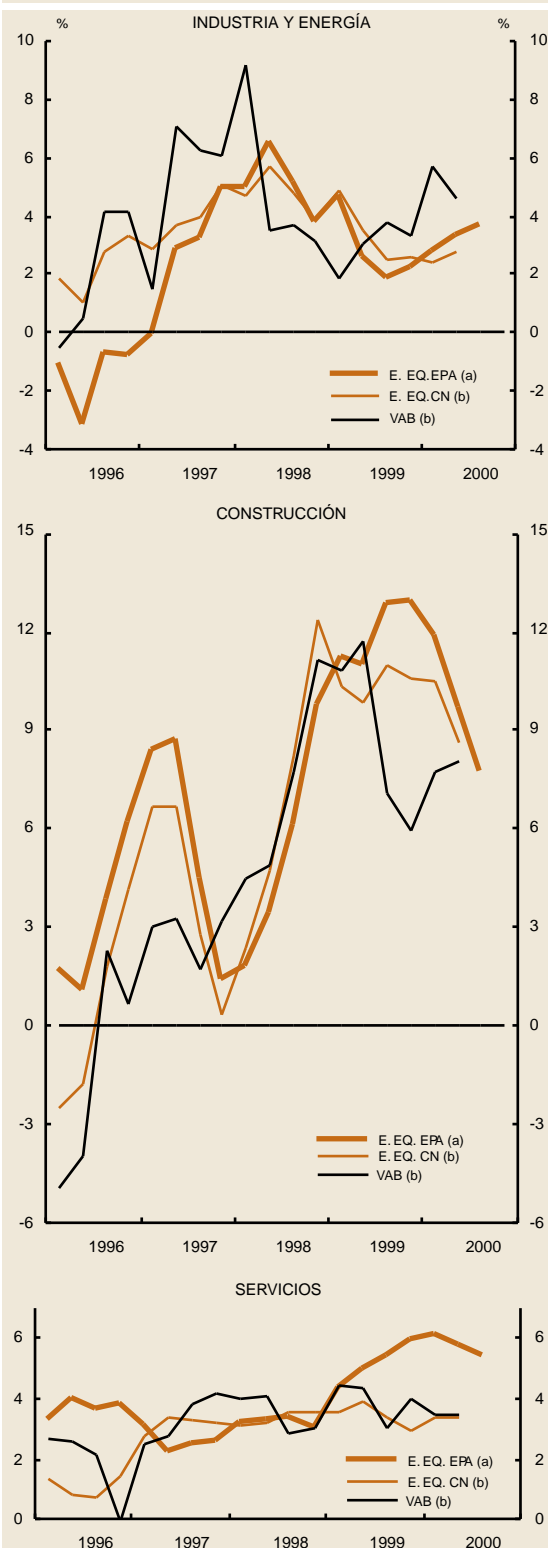
(c) Se refiere al período transcurrido del año.

(d) En % del empleo en cada rama de actividad.

(e) En % del número de asalariados en cada rama de actividad.

GRÁFICO 4

Empleo equivalente y valor añadido bruto Tasas interanuales



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Corregida del cambio censal de 1995-1996. Muestra actualizada en el primer trimestre de 2000.

(b) Datos brutos.

con un crecimiento acelerado de los ocupados a tiempo completo, que alcanzaron una tasa interanual del 3,9 % en el tercer trimestre, y una reducción cada vez más importante de los escasos trabajadores con jornada inferior a la normal (caída del 6,9 %, respecto al año anterior). A un nivel de desagregación de las ramas de actividad mayor, destaca el dinamismo del empleo en la madera y el caucho en los últimos seis meses, al igual que en la energía en el último trimestre, período en que destaca también la recuperación del equipo eléctrico y del papel; otras actividades han mantenido ritmos elevados de aumento del empleo, aunque inferiores a los del período anterior. Entre las que destruyen puestos de trabajo cabe mencionar las industrias del cuero y la de extracción de minerales, por la intensidad que manifiesta este proceso, y la textil, donde el empleo disminuyó un 5,4 %.

El número de trabajadores en la construcción volvió a experimentar la tasa de crecimiento más elevada entre las grandes ramas, aunque se redujo hasta el 7,8 %, dos puntos porcentuales por debajo de la del período anterior, lo que representa una desaceleración de una cuantía similar a la registrada en el segundo trimestre del año. El número de asalariados recortó su ritmo de aumento hasta el 8,2 %, con respecto al mismo trimestre de 1999, mientras que los trabajadores por cuenta propia se aceleraron casi un punto, al crecer un 6,3 % en tasa interanual. Entre los asalariados, los temporales crecieron un 2,7 % en relación con el mismo período de 1999 (7,9 % en el segundo trimestre), siguiendo la senda descendente iniciada a finales de 1999, mientras que los que tienen un contrato indefinido volvieron a registrar una tasa abultada (17,1 %). De esta forma, la *ratio* de temporalidad bajó algo más de un punto, situándose en el 58,7 %, lo que supone una mejora destacada respecto al tercer trimestre de 1999.

El empleo en los servicios ha conservado en el tercer trimestre el dinamismo mostrado en la primavera, experimentando un incremento del 5,5 %, con respecto al mismo período de 1999. Los trabajadores por cuenta ajena siguieron aumentando a un ritmo interanual elevado (7,1 %) —que, no obstante, se redujo en tres décimas en relación con el trimestre anterior—, mientras que el número de no asalariados registró una caída del 0,8 %, inferior a la del trimestre anterior. Dentro del conjunto de asalariados, tanto los indefinidos como los temporales prolongaron las tendencias iniciadas en la primera parte del año, esto es, pérdida de empuje de los primeros y mayor relevancia de los segundos. Aun así, los trabajadores que gozaban de una relación estable con la empresa presentaron un crecimiento interanual del 7,3 %, superior al de

RECUADRO 1

El desempleo regional en España

En España, las tasas de desempleo entre regiones muestran una fuerte disparidad. Así, en el tercer trimestre del año 2000, según la última información de la EPA, la tasa de paro se situaba en torno al 6 % en algunas CCAA (Aragón, Baleares y Navarra), mientras que en otras llegaba a superar el 20 % (Andalucía, Extremadura y Ceuta y Melilla). Al mismo tiempo, las Comunidades con más desempleo presentaban tasas de participación comparativamente más reducidas.

Como se observa en el gráfico adjunto, la elevada disparidad en las tasas de desempleo regional no se ha corregido a lo largo del último ciclo expansivo, apreciándose, incluso, un ligero aumento de la dispersión. De hecho, en Asturias, Galicia, Extremadura, Ceuta y Melilla y las dos Castillas, donde las tasas de desempleo son relativamente elevadas, se han registrado descensos en las tasas de paro, desde 1994, inferiores al descenso medio. Por otra parte, el ligero aumento de la dispersión parece indicar que no se han producido desplazamientos importantes de mano de obra desempleada desde unas Comunidades a otras que hayan permitido corregir las diferencias en las tasas de desempleo regionales. La evidencia empírica disponible para España confirma que la movilidad geográfica entre regiones es reducida y no responde a las diferencias entre las tasas de paro. Sin embargo, se ha producido una creciente movilidad laboral dentro de cada CCAA, impulsada por el importante crecimiento del empleo en el sector servicios en las grandes ciudades de todas las Comunidades (1).

Las razones que explican la persistencia de la disparidad en las tasas de desempleo hay que buscarlas, en primer lugar, en la existencia de determinados factores institucionales que limitan la movilidad geográfica entre regiones. Entre estos hay que destacar algunas características del sistema de protección del desempleo que tienden a reducir la movilidad laboral de los parados que perciben una prestación, debido a que dicha percepción puede, en algunos casos, desincentivar la búsqueda activa de un puesto de trabajo. También los problemas del mercado del suelo y las diferencias en el precio de la vivienda entre zonas con distinto desarrollo económico reducen los movimientos migratorios hacia los núcleos más dinámicos en la generación de empleo. Además, hay que señalar la aparición, en el período más reciente, de situaciones en las que no fluye adecuadamente la información sobre oferta y demanda de empleo, debido a una insuficiente coordinación entre las oficinas de empleo de las distintas CCAA. Por otra parte, desde el punto de vista de la reducida demanda de trabajo en determinadas regiones hay que mencionar la influencia del sistema de negociación colectiva relativamente centralizado, que contiene elementos que limitan la adaptación de las condiciones salariales a las características de los trabajadores y de las empresas en cada zona geográfica.

De las consideraciones anteriores se desprende que es necesario abordar los factores que limitan la movilidad geográfica entre regiones y aquellos que detraen la demanda de trabajo en áreas geográficas específicas. Este tipo de acciones deberían centrarse en promover un sistema en el que fluya la información sobre vacantes y desempleados de forma eficiente entre las distintas Comunidades y fomenta el uso de políticas activas de empleo que generen los incentivos adecuados para la búsqueda de un puesto de trabajo. Al mismo tiempo, es necesario que mejore el funcionamiento del mercado del suelo y que se propicie un mejor ajuste de los salarios a las condiciones económicas de las distintas áreas geográficas. Todo ello permitiría reducir la tasa de desempleo agregada en España y, en una situación como la actual, en la que se observa un incremento en el número de vacantes en algunas Comunidades Autónomas, evitaría la aparición de cuellos de botella vinculados a la escasez de oferta de trabajo en determinadas actividades, lo que permitiría un ajuste más rápido por el lado de la producción.

(1) Véanse, para mayor detalle de estos resultados, las argumentaciones que se ofrecen en: Antolín y Bover (1997), «Regional migration in Spain: The effects of personal characteristics and of unemployment, wage and house price differentials using pooled cross-sections», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*; Bover y Arellano (1999), «Learning about decisions from the migrants», *Journal of Population Economics*, de próxima publicación.

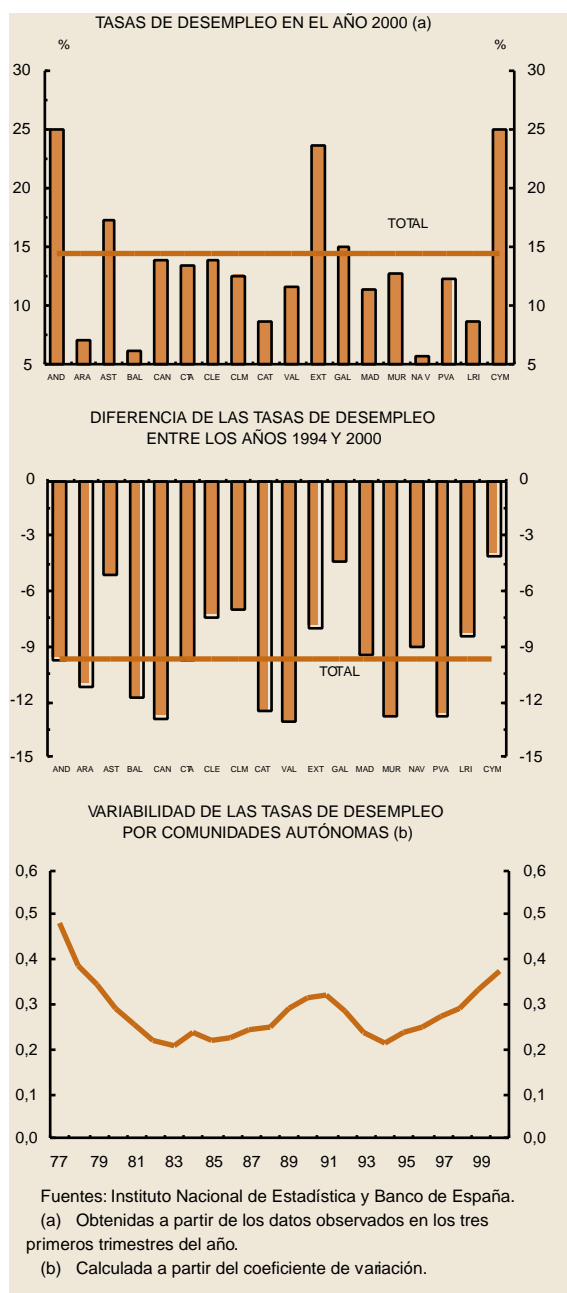
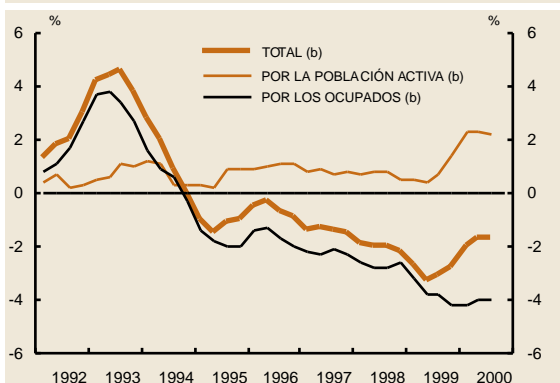


GRÁFICO 5

**Evolución de la tasa de paro (a)
Variaciones interanuales**



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) Aportación del crecimiento del empleo y de la población activa a la variación de la tasa de paro.
(b) Corregidas del cambio censal de 1995-1996. Muestra actualizada en el primer trimestre de 2000.

los temporales (6,7 %). La *ratio* de temporalidad se situó en el 28,7 % en el tercer trimestre, prácticamente la misma cifra del verano de 1999, lo que contrasta con la acentuación de la reducción de la temporalidad observada en el total de la economía y en las otras tres grandes ramas. El peso de los ocupados a tiempo parcial bajó hasta el 10,7 %, lo que, al igual que en el total de la economía, supone un descenso menor que el registrado en otras épocas estivales, y es consecuencia de la aceleración de este colectivo (7,3 % interanual) y de una desaceleración de los que trabajan la jornada completa (5,3 %).

El proceso de generación de empleo en las ramas terciarias orientadas al mercado mantuvo una tendencia a la ralentización; en concreto, dicho agregado registró un ritmo de variación interanual del 6,4 % (tres décimas menos que en el segundo trimestre), mientras que el formado por las ramas no destinadas a la venta experimentó un crecimiento del 4,2 %, medio punto más que en el período anterior. Entre los asalariados en los servicios de mercado, que se incrementaron un 9,6 % en el tercer trimestre, se desaceleraron tanto los indefinidos como los temporales, pero estos últimos en mayor medida, por lo que la *ratio* de temporalidad (que se situó en el 30,7 %) experimentó una rebaja interanual de más de un punto porcentual. A nivel más desagregado, conviene

destacar cómo todas las ramas destinadas a la venta atenuaron su ritmo de crecimiento, excepto las actividades inmobiliarias, que, además, están mostrando un gran dinamismo a lo largo del año, relacionado con el auge de la construcción. Entre las actividades no orientadas al mercado, el número de ocupados redujo su tasa de crecimiento interanual en las Administraciones Públicas y las actividades sanitarias.

Como ya se ha mencionado, en el tercer trimestre de 2000 se atenuó ligeramente la intensidad con que estaba aumentando la fuerza laboral de la economía, que pasó de una tasa interanual del 2,9 % al 2,7 %, según las cifras oficiales de la EPA. De hecho, el colectivo femenino protagonizó esta leve desaceleración, al crecer a un ritmo del 4 %, frente al 4,6 % registrado en el primer semestre, mientras que los hombres aumentaron a un ritmo estable del 1,8 %. Esta ralentización fue consecuencia de la suave pero continua desaceleración de la población en edad de trabajar, mientras que la tasa de participación, como ya se ha comentado al inicio, experimentó un aumento interanual similar al del período precedente. En relación con el trimestre anterior, no obstante, la tasa de actividad registró un incremento, habitual en la época estival, hasta situarse en el 51,6 % para los mayores de 16 años, y hasta el 65,3 % en el grupo entre 16 y 64 años. La tasa de paro quedó situada en el 13,7 % de la población activa, 1,7 p.p. por debajo de la presentada hace un año, lo que supone una reducción interanual similar a la del segundo trimestre (véase gráfico 5). Por sexos, la tasa de desempleo femenina disminuyó en una décima respecto a la primavera, colocándose en el 20,3 %, mientras que entre los hombres disminuyó en mayor cuantía, bajando al 9,3 %, si bien esta reducción es habitual en esta época del año. En todos los grupos de edades se observó un nuevo recorte de la tasa de paro, excepto entre los que cuentan entre 20 y 30 años, colectivo donde aumentó en tres décimas (19,9 %). Por último, la incidencia del paro de larga duración, entendido como el peso de aquellos parados que llevan más de un año en esa situación sobre el total de desempleados, volvió a descender, situándose en el 45,4 %, lo que significa un recorte de 1,3 p.p. respecto al período anterior y algo más de cuatro puntos en relación con el mismo trimestre de 1999.

22.11.2000.

Crédito bancario, morosidad y dotación de provisiones para insolvencias en España

Este artículo ha sido elaborado por Santiago Fernández de Lis y Jorge Martínez, del Servicio de Estudios, y por Jesús Saurina, de la Dirección General de Supervisión (1).

1. INTRODUCCIÓN

El crédito bancario en España y en la mayoría de los países muestra un comportamiento fuertemente procíclico. En las fases expansivas del ciclo, en las que el crédito crece fuertemente y la morosidad es baja, es cuando tienden a cometerse los errores de evaluación de riesgos que después se traducen en pérdidas durante la fase contractiva. Las provisiones para insolvencias también tienden a ser muy cíclicas: registran niveles reducidos en las fases expansivas y muy elevados en las recesivas. Este trabajo analiza los determinantes de la evolución cíclica del crédito bancario, la morosidad y las provisiones para insolvencias en España, así como los problemas que esto genera.

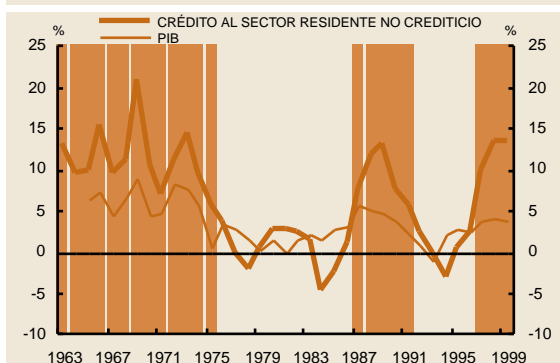
En gran medida, el comportamiento cíclico de las provisiones para insolvencias en España —y en otros países— refleja un inadecuado reconocimiento contable del riesgo de crédito latente. La nueva provisión para insolvencias introducida por el Banco de España, denominada provisión estadística y que se explica con detalle en el presente trabajo, persigue corregir esto. Las insolvencias potenciales existen desde el momento en que se concede un préstamo, razón por la que parece lógico constituir provisiones también desde ese mismo momento. Los efectos esperados de dicha provisión son: una reducción del comportamiento cíclico de las provisiones para insolvencias, una corrección del consiguiente sesgo en la cuenta de resultados y una mejora en la apreciación del riesgo de crédito por parte de los gestores bancarios.

El trabajo está estructurado de la siguiente forma. En la sección segunda se analizan los patrones de crédito bancario en España. En la sección tercera se estudian los determinantes del riesgo de crédito *ex post* al nivel de cada banco. La sección cuarta se centra en el análisis de las anteriores políticas de dotación de provisiones para insolvencias en España. La sección quinta presenta las modificaciones recientes de la normativa relativa a provisiones, en particular en lo que respecta a la nueva provisión estadística, cuyo funcionamiento y efec-

(1) El artículo es un resumen del Documento de Trabajo de próxima publicación titulado *Credit Growth, Problem Loans and Credit Risk Provisioning in Spain*, presentado en la Reunión de Economistas de Bancos Centrales del BPI en octubre del 2000.

GRÁFICO 1

Evolución del crédito bancario y del PIB (Tasas de crecimiento real interanual)



Fuente: Banco de España.

tos esperados se analizan. El trabajo finaliza con unas breves conclusiones.

2. EL PATRÓN CÍCLICO DEL CRÉDITO BANCARIO EN ESPAÑA

Tal como se observa claramente en el gráfico 1, el crecimiento del crédito bancario se caracteriza por períodos alternos de expansión y estancamiento. Pese a los profundos cambios estructurales que se han producido en la economía española en un período tan largo como el considerado, el crédito bancario ha mantenido su patrón cíclico. Este ciclo de crecimiento se corresponde de forma muy precisa con el ciclo económico, lo cual es lógico, dada la relación entre la demanda de crédito y el gasto, aunque el crédito bancario muestra unas fluctuaciones cíclicas más intensas que las del PIB.

Esta mayor fluctuación cíclica del crédito posiblemente se explica por factores de demanda y de oferta. Desde el lado de la demanda, la composición del gasto es un importante determinante del crédito. Diferentes tipos de gastos de las empresas y los hogares se financian en distinta medida con créditos bancarios. Los componentes del PIB sometidos a fluctuaciones cíclicas más acentuadas —la inversión empresarial, la inversión residencial y el consumo de bienes duraderos— constituyen decisiones de gasto que exigen un mayor recurso a la financiación externa que, por ejemplo, el consumo de bienes no duraderos. Por otra parte, la deuda puede financiar no solo los gastos reales, sino también las adquisiciones financieras, que no están incluidas en el PIB y tienen un perfil cíclico también muy acusado. Los tipos de interés reales son también un importante determinante de la demanda de crédito.

Por el lado de la oferta, existe una creciente literatura sobre las restricciones de crédito que relacionan su nivel con el patrimonio neto de los prestatarios. Por lo tanto, el comportamiento cíclico del patrimonio neto sería un elemento esencial para explicar el comportamiento cíclico del crédito (2). El efecto sobre el ciclo económico es aumentar las fluctuaciones cíclicas en lo que se ha denominado el «efecto de acelerador financiero» (3).

Sin embargo, el factor de oferta más importante desde el punto de vista prudencial es la política crediticia de los bancos. Si dicha política se relaja durante la fase expansiva, se produce una acumulación de riesgo, lo que puede afectar a la solvencia de las entidades en la fase contractiva. Esto es compatible con la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky (1982), según la cual el sistema financiero es inherentemente inestable. Existe una tendencia hacia una «excesiva» acumulación de deuda en períodos de bonanza, cuando los prestatarios parecen estar en condiciones de soportar niveles más elevados de gasto y endeudamiento. Este «exceso» se corrige luego en las fases recesivas a través de la deflación y de las crisis económicas. El resultado es, nuevamente, un incremento de las fluctuaciones del ciclo económico (4).

El cuadro 1 resume los datos disponibles sobre el comportamiento del crédito y sus citados determinantes en la economía española durante el período comprendido entre 1963 y 1999. Cabe destacar la ausencia de indicadores sobre las condiciones de concesión de crédito por parte de los bancos, lo que dificulta llegar a afirmaciones concluyentes respecto a los determinantes del crédito. Entre los indicadores incluidos en el cuadro 1, aparte del tipo de interés real, todos los demás factores explicativos muestran un comportamiento procíclico, lo que contribuye a explicar la evolución cíclica de la *ratio* de crédito en relación con el PIB. Las partidas de gasto más dependientes del crédito, tales como la inversión no residencial y el consumo de bienes duraderos, evidencian un comportamiento procíclico más fuerte que el PIB; lo mismo ocurre con las adquisiciones financieras. Los precios de los activos reales y financieros tienden, asimismo, a crecer más rápidamente en períodos de expansión económica (5), y con

(2) Véase, por ejemplo, Kiyotaki y Moore (1997).

(3) Véase, por ejemplo, Bernanke *et al.* (1998).

(4) Esta clase de comportamiento se ha explicado por la miopía [Herring (1999)], el comportamiento gregario [Rajan (1994)] o como consecuencia de la existencia de incentivos perversos.

(5) En el caso de las cotizaciones bursátiles, estas tienden también a anticipar los cambios en el crecimiento del PIB.

CUADRO 1

Resumen de la evolución del crédito bancario y de sus principales determinantes

	Media 1963-1975	Media 1976-1986	Media 1987-1991	Media 1992-1996	Media 1997-1999
Crédito bancario al sector residente no financiero					
(tasa de crecimiento real interanual)	11,4	0,3	9,2	0,5	13,1
Préstamos con garantía real	13,7	1,2	15,8	8,1	16,4
Otros créditos	10,9	0,0	7,1	-3,3	10,7
PIB					
(tasa de crecimiento real interanual)	5,8 (d)	1,8	4,3	1,4	3,8
Inversión residencial	5,0 (d)	-2,2	4,6	1,6	6,0
Inversión no residencial	9,2 (d)	-0,6	11,2	0,3	8,5
Consumo de bienes duraderos	7,7 (d)	0,7	6,5	0,0	11,6 (e)
Adquisición neta de activos financieros					
(% del PIB)	---	18,2 (h)	19,1	13,6	20,4
Tipo de interés real medio de los créditos (a)					
(%)	-2,4 (f)	0,0	10,1	7,6	3,9
Indicadores de riqueza					
Índice del precio de la vivienda					
(tasa de crecimiento real interanual)	---	---	13,0 (g)	-4,4	4,9
Índice de precios bursátiles					
(tasa de crecimiento real interanual)	-0,3	-7,9	-0,5	5,5	29,6
(desfasado un año)	0,8	-14,1	11,6	1,4	29,2
Activos financieros netos de las sociedades					
no financieras y de los hogares					
(% del PIB)	---	26,4 (h)	47,6	54,7	85,9
PRO MEMORIA:					
Tasa de inflación interanual (IPC)					
(%)	8,9	14,5	5,9	4,4	2,1
Tipo de interés real interbancario a tres meses (a)					
(%)	---	1,1 (i)	8,3	5,3	2,1
Indicadores de salud financiera de los bancos					
Ratio de morosidad (b)	0,9	3,8	3,7	6,2	2,2
Indicador de crisis bancaria (c)	---	27,7	0,3	7,0	0,0
Rentabilidad real antes de impuestos					
(sobre recursos propios)	7,8 (f)	-0,5	13,2	8,2	13,3

Fuentes: Banco de España, INE, Ministerio de Obras Públicas, Transportes y Medio Ambiente.

(a) Tipo de interés nominal menos tasa de inflación observada.

(b) Créditos dudosos y morosos sobre el total de créditos a los sectores residentes no crediticios.

(c) Suma de porcentajes sobre el capital y las reservas totales del capital y las reservas de los bancos con problemas de solvencia durante el período considerado. Se refiere solo a los bancos comerciales, que representan el grueso de las entidades con problemas de solvencia.

(d) Datos desde 1965.

(e) Datos hasta 1998.

(f) Datos desde 1971.

(g) Datos desde 1988.

(h) Datos desde 1980.

(i) Datos desde 1977.

ellos la riqueza del sector privado. Por último, aunque los activos financieros netos de las empresas no financieras y de los hogares muestran una tendencia al alza a largo plazo, son comparativamente más elevados al principio de la fase expansiva y van deteriorándose progresivamente a lo largo de dicha fase.

En relación con la política de concesión de créditos de las entidades, si bien no existe información directa, hay algunos indicios de que también puede haber constituido un determinante importante en los ciclos crediticios registrados en la economía española. En particular, la elevada duración de las fases expansiva y recesiva del primer ciclo crediticio considerado (1963-1986), el elevado nivel alcanzado por el endeudamiento de las empresas no financieras —un 109 % del PIB en 1981, nivel no superado desde entonces— y la profunda crisis bancaria de principios de los ochenta son coherentes con la hipótesis de Minsky (1982) de crisis financieras causadas por una acumulación excesiva de deuda durante la fase expansiva.

Dada la información incompleta sobre los determinantes del crédito de la que se dispone y los problemas de identificación a nivel agregado, una posible manera de arrojar luz sobre el papel de los factores de oferta es analizar la relación existente, a nivel microeconómico, entre el crecimiento del crédito y la morosidad, tema que se aborda en la siguiente sección.

3. POLÍTICA CREDITICIA DE LAS ENTIDADES INDIVIDUALES Y MOROSIDAD

Existe una relación muy estrecha entre la morosidad y el ciclo económico. Durante las fases recesivas crece la morosidad, como consecuencia de las dificultades financieras de las empresas y los hogares. Cuando la economía experimenta un fuerte crecimiento, los beneficios de las empresas no financieras y los ingresos de los hogares aumentan, lo que facilita el reembolso de los créditos, contribuyendo así al descenso de las *ratios* de morosidad de los bancos.

El gráfico 2 ilustra la fuerte correlación negativa existente entre la *ratio* de morosidad de las entidades de depósito españolas y la tasa de crecimiento del PIB. Distintos tipos de entidades muestran una relación muy similar entre morosidad y actividad económica.

La *ratio* de morosidad difiere según la clase de crédito. Las empresas y los hogares tienen niveles diferentes de morosidad. Como promedio, la morosidad de las empresas es inferior a

la de los hogares. Entre estos últimos, los préstamos hipotecarios presentan niveles de morosidad muy bajos, en comparación con los créditos personales, las tarjetas de crédito o los descubiertos. Entre las empresas, existen pronunciadas diferencias en las *ratios* de morosidad por sectores económicos.

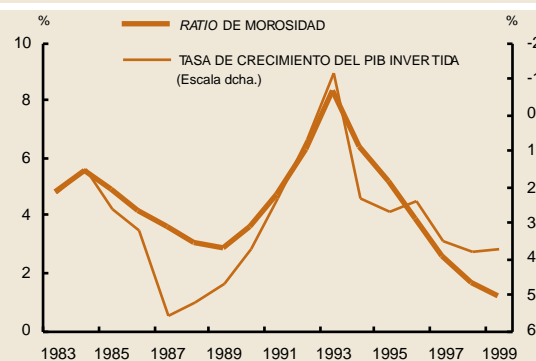
Sin embargo, no solo el entorno macroeconómico afecta a la morosidad bancaria. La política crediticia de cada entidad es crucial para comprender su nivel de activos dudosos. El gráfico 3 recoge el número de entidades (tanto bancos comerciales como cajas de ahorros) cuya *ratio* de morosidad anual se desvía de la *ratio* media para el conjunto de entidades en ese año en un cierto número de puntos porcentuales. Como puede observarse, existe una fuerte dispersión entre las *ratios* de morosidad para la misma posición cíclica o macroeconómica. En el mismo punto del ciclo, algunas entidades tienen *ratios* de morosidad significativamente inferiores a la media, mientras que otras presentan un riesgo de crédito *ex post* mucho mayor. Esta distribución es, además, asimétrica, con una mayor dispersión en las entidades con morosidad superior a la media. Como pone de manifiesto el gráfico 3, por tanto, las variables microeconómicas al nivel de cada banco deben desempeñar un papel determinante para explicar la morosidad de las entidades.

Una rápida expansión del crédito se considera como una de las principales causas de la morosidad. Durante las fases expansivas del ciclo económico, muchas entidades compiten fuertemente por una mayor cuota de mercado, lo que conduce a unas elevadas tasas de crecimiento del crédito. La manera más fácil de ganar cuota de mercado es conceder créditos a prestatarios de menor calidad crediticia. Esta estrategia es aún más peligrosa si la entidad es un nuevo oferente de un producto o un entrante en un nuevo mercado regional. Los bancos que venden nuevos productos crediticios tendrán cierta tendencia a experimentar, inicialmente, una mayor morosidad en su nueva actividad, simplemente porque carecen de la experiencia necesaria. Los bancos que penetran en un mercado regional distinto estarán también sometidos a un cierto riesgo de selección adversa. Las entidades establecidas dejarán que los clientes que presenten más riesgos dejen el banco, conservando a los mejores. El perfil de riesgo de un cliente solo se llega a conocer con el tiempo. La desventaja informativa de los nuevos participantes y su ansia de cuota de mercado pueden ser el origen de posteriores problemas de calidad en la cartera crediticia.

Los problemas de agencia podrían impulsar la expansión del crédito, debido a que los ges-

GRÁFICO 2

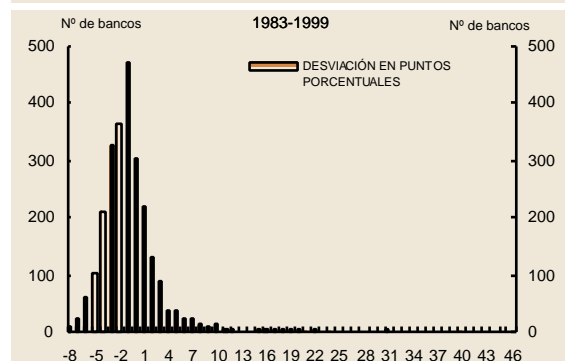
Ratio de morosidad y PIB Entidades de depósito



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 3

Dispersión de la ratio de morosidad en torno a la media



Fuente: Banco de España.

tores bancarios pueden centrarse más, en ocasiones, en ganar cuota de mercado que en la rentabilidad para los accionistas. Los gestores escasamente vigilados por los accionistas podrían estar dispuestos a incrementar el riesgo para obtener una mayor rentabilidad a corto plazo, lo que llevaría a un crecimiento excesivo del crédito, con el fin de maximizar su función de utilidad (6). Puede requerir mucho tiempo darse cuenta del peligro de estas estrategias arriesgadas, dado que los gestores bancarios pueden estar llevando a cabo prácticas de alisamiento de beneficios (7).

Los accionistas de bancos con niveles de solvencia muy bajos pueden verse tentados a incrementar el riesgo de crédito como «apuesta por la resurrección». Un caso más sutil de incentivos peligrosos aparece en las entidades que están experimentando un descenso lento pero constante de su valor de mercado (8). Crockett (1997) señala que el aumento de la competencia puede fomentar la miopía de los gestores. Del mismo modo, el comportamiento gregario puede promover unas políticas crediticias demasiado arriesgadas, puesto que las pe-

nalizaciones por equivocarse en compañía son mucho más leves que las que se sufren por cometer errores en solitario (9).

Varios factores adicionales podrían afectar al nivel de morosidad de los bancos. En primer lugar, la composición de la cartera crediticia desempeña un papel importante como indicador del perfil de riesgo de los bancos. En segundo lugar, las entidades ineficientes, que llevan a cabo una selección y un seguimiento insuficientes de los prestatarios, tendrán una cartera de baja calidad. En tercer lugar, el entorno competitivo global en el que operan los bancos podría afectar también al nivel de riesgo de crédito que la entidad está dispuesta a asumir.

Salas y Saurina (1999b) han modelizado la ratio de morosidad de los bancos y cajas de ahorros españolas para calibrar el impacto de la política de crecimiento del crédito sobre la morosidad. El objetivo era determinar el desfase entre la expansión del crédito y la aparición de la morosidad. En el estudio se controlaron factores como la evolución macroeconómica, las modificaciones de la normativa, la composición y el tamaño de las carteras, y los incentivos que se presentan a los gestores bancarios y accionistas.

El cuadro 2 muestra los resultados de su estimación empírica utilizando un panel de datos de bancos comerciales y cajas de ahorros para el período 1985-1997. Como era de esperar, el ciclo (medido a través de las tasas de crecimiento del PIB actual y con un desfase de un año) tiene un importante impacto negativo sobre la morosidad. El impacto contemporáneo es

(6) Gorton y Rosen (1995) muestran que, cuando los gestores bancarios reciben beneficios particulares del control de la entidad y no están perfectamente vigilados, asumirán riesgos excesivos, si la entidad no goza de buena salud.

(7) Fudenberg y Tirole (1995) analizan los fundamentos teóricos del alisamiento de beneficios. La literatura empírica ha confirmado ampliamente la existencia de tales prácticas entre los bancos.

(8) Keeley (1990) muestra cómo la desregulación del sector bancario americano provocó un aumento de la competencia, que erosionó el valor de mercado de los bancos, proporcionando incentivos a los gestores para emprender políticas más arriesgadas (mayor riesgo de crédito y menos capital). Salas y Saurina (1999a) encuentran resultados similares para la banca española.

(9) Véase, por ejemplo, Rajan (1994).

CUADRO 2

Estimación de la ecuación de morosidad en primeras diferencias (a)
(Variable dependiente $\ln[RM_{it}/(1 - RM_{it})]$, siendo RM la ratio de morosidad sobre el total de créditos)

VARIABLES	COEFICIENTES		
Dependiente desfasada un año $\ln[RM_{it-1}/(1-RM_{it-1})]$	0,6681	***	(13,64)
AGREGADAS:			
Crecimiento del PIB (PIB)	-0,0799	**	(-7,13)
Crecimiento del PIB en t-1 (PIB)	-0,0159	**	(-2,01)
Endeudamiento de las familias (DFAM)	-0,0092	**	(-1,83)
Endeudamiento de las empresas (DEMP)	0,0017	***	(2,83)
Regulación 1988 (REG88)	0,1482	**	(2,49)
INDIVIDUALES:			
Crecimiento del crédito en t-2 (LOAN)	0,0005		(0,43)
Crecimiento del crédito en t-3 (LOAN)	0,0020	**	(2,14)
Crecimiento del crédito en t-4 (LOAN)	0,0002		(0,20)
Crecimiento del nº sucursales en t-2 (BRAN)	-0,0007		(-1,17)
Crecimiento del nº sucursales en t-3 (BRAN)	0,0007	***	(2,60)
Crecimiento del nº sucursales en t-4 (BRAN)	-0,0001		(-0,09)
Indicador de ineficiencia (INEF)	0,0029	*	(1,64)
% Créditos sin garantía (NCOL)	0,0128	**	(2,51)
% Activos sobre los activos totales (SIZE)	-0,0811	**	(-2,38)
Margen de intermediación en t-2 (INTM _{it-2})	0,0422	*	(1,69)
Margen de intermediación en t-3 (INTM _{it-3})	0,0120		(0,38)
Capital sobre activos totales en t-2 (SOLR _{it-2})	-0,0297		(-1,43)
Capital sobre activos totales en t-3 (SOLR _{it-3})	-0,0012		(-0,14)
Cuota de mercado (MPOW)	0,0275		(1,17)
Nº de observaciones y período temporal	934; 1988-1997		
Varianza de los residuos ()	0,0857		
Test de Sargan (S)	45,61 (38)		
Autocorrelación de segundo orden (m ₂)	-1,43		

Fuente: Salas y Saurina (1999b).

(a) La ecuación se estima utilizando el programa DPD. RM_{it-1} y $NCOL_{it}$ son tratadas como variables endógenas, utilizando el Método Generalizado de Momentos con 2 y 3 retardos como instrumentos. t-valor entre paréntesis, *** variable significativa al nivel del 1 %, ** al 5 % y * al 10 %. En el test de Sargan (con una distribución ² es 53.36. m_2 se distribuye $N(0,1)$).

mucho más significativo. Por otro lado, el incremento del endeudamiento de las empresas no financieras eleva la morosidad.

Por lo que se refiere a las variables bancarias específicas, existe un fuerte impacto positivo del crecimiento del crédito sobre la morosidad, pero con un desfase de en torno a tres años. Por lo tanto, un aumento del crédito hoy producirá un aumento de la morosidad dentro de tres años. El crecimiento a través de oficinas bancarias tiene también un impacto positivo sobre la morosidad con un desfase de tres años, lo que confirma la importancia de los efectos negativos de la selección adversa en las estrategias de expansión bancaria.

Otros resultados del mismo trabajo confirman que las entidades ineficientes mantienen

carteras de mayor riesgo, que los préstamos garantizados suponen un menor riesgo y que los grandes bancos tienen un nivel de morosidad más bajo, probablemente debido a que disponen de mayores oportunidades de diversificación de cartera

La conclusión de que el crecimiento del crédito afecta a la morosidad con un desfase relativamente largo es motivo de preocupación para los supervisores. Si los gestores bancarios están interesados en objetivos a corto plazo, no tomarán medidas adecuadas para limitar la exposición a medio plazo al riesgo de crédito. Dado que la expansión del crédito se produce, generalmente, durante períodos de bonanza económica y de extendido optimismo, se entiende lo difícil que es para los supervisores convencer a los gestores bancarios de la nece-

sidad de ser cautos. Por otro lado, los gestores bancarios más conservadores se ven sometidos a fuertes presiones para actuar como sus colegas más arriesgados y obtener mayores beneficios a corto plazo (basados en un volumen de crédito más elevado y en unos perfiles de mayor riesgo de los prestatarios). Es natural que los supervisores procuren frenar este comportamiento gregario, que conduce a carteras de mayor riesgo. Una manera eficaz de conseguirlo puede ser mediante la constitución de provisiones para insolvencias.

4. PROVISIONES PARA INSOLVENCIAS

No existe armonización de las normas de clasificación de activos a escala internacional. La definición de activos dudosos o morosos varía entre los distintos países. En algunos de ellos, se permite a los gestores bancarios y/o auditores externos fijar el volumen de créditos morosos, en lugar de definir los activos dudosos. En otros, las autoridades reguladoras establecen una definición precisa de los activos dudosos. Sin embargo, incluso en este último grupo de países, los criterios de clasificación de activos difieren. Para clasificar un crédito como moroso, un plazo de noventa días desde el impago es práctica común, pero algunos países utilizan otros plazos, según la clase de crédito. Algunas normas nacionales clasifican como dudosos los créditos que, aunque no vencidos, ya muestran señales de una probabilidad de reembolso muy baja.

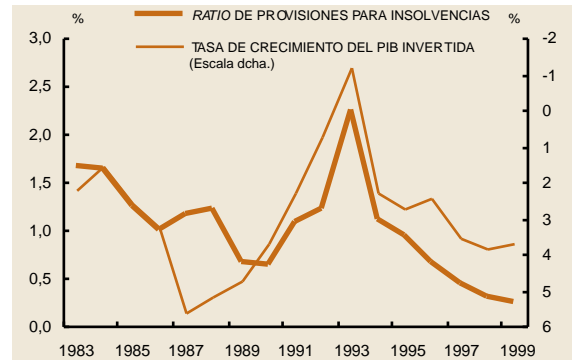
Las diferencias entre países aumentan si se consideran las normas y prácticas de dotación de provisiones para insolvencias. Existen provisiones específicas y genéricas con distintos requisitos en cada país. En algunos casos, la dotación de estas provisiones es fijada por las autoridades reguladoras y, en otros, se deja a la discrecionalidad de los gestores bancarios (y a la revisión por los auditores externos) (10). Por otro lado, hay también grandes diferencias en el tratamiento fiscal de las provisiones para insolvencias.

Existe un contraste entre los considerables esfuerzos realizados para armonizar las exigencias de recursos propios a escala internacional y la falta de tal armonización en la clasificación y provisión de activos. Esta cuestión es importante, dado que algunas *ratios* de capital aparentemente seguras pueden desplomarse bruscamente en una crisis bancaria, si la cartera crediticia no se ha clasificado y provisionado adecuadamente.

(10) Las diferencias son señaladas en Beattie *et al.* (1995).

GRÁFICO 4

Ratio de provisiones para insolvencias y PIB Entidades de depósito



Fuente: Banco de España.

España tiene un marco normativo muy detallado, que limita la discrecionalidad de los gestores bancarios en cuanto a clasificación de activos y dotación de provisiones para insolvencias, cuyo rigor es comprobado cuidadosamente en el curso de las inspecciones *in situ* realizadas periódicamente por el Banco de España. La normativa española tradicional distingue entre provisiones específicas y genéricas. Recientemente se ha creado una tercera categoría de provisiones, denominada provisión estadística. La provisión específica tiene por objeto cubrir los activos dudosos, la provisión genérica es un porcentaje fijo de la inversión crediticia y la provisión estadística se constituye para cubrir las pérdidas esperadas. Cabe destacar que las provisiones específicas y parte de las genéricas reciben el tratamiento de gasto fiscalmente deducible.

El gráfico 4 representa la *ratio* de provisiones para insolvencias (dotaciones netas del año en relación con el crédito total). Como puede apreciarse, en España la provisión para insolvencias muestra un fuerte comportamiento cíclico: la *ratio* de provisiones en relación con el crédito total desciende durante los periodos de crecimiento económico y se eleva considerablemente durante las fases recesivas.

Desde 1994, la *ratio* de provisiones ha disminuido de forma constante, hasta alcanzar un mínimo histórico el año pasado, como consecuencia de la expansión económica y del acusado descenso de la morosidad. Al mismo tiempo, el crédito ha experimentado fuertes tasas de crecimiento en los dos o tres últimos años. Dada la relación positiva (aunque con un notable desfase) existente entre crecimiento del crédito y morosidad, esta evolución es preocupante. En la fase contractiva, el aumento de ac-

tivos dudosos y la exigencia de elevadas provisiones para insolvencias específicas podrían poner en peligro los beneficios de las entidades más arriesgadas.

Desde un punto de vista conceptual, es importante tener en cuenta que el riesgo de crédito aparece al principio de la operación, cuando el prestatario recibe el dinero. La morosidad es una realización *ex post* del riesgo de crédito. En la doctrina tradicional española, la definición de activos dudosos y de dotación de provisiones estaba muy centrada en el riesgo de crédito *ex post*.

Como resultado de las normas contables para la dotación de provisiones existentes hasta la aparición de la provisión estadística, el riesgo latente de las carteras crediticias no estaba adecuadamente reconocido en la cuenta de resultados. En períodos de expansión económica, la disminución de los créditos dudosos iba a la par con una reducción de las provisiones, lo que, a su vez, permitía a los gestores bancarios mejorar los resultados finales. Sin embargo, es evidente que el nivel de beneficios mostrado no refleja ni fiel ni prudentemente la situación real de la entidad si el riesgo de crédito latente en la cartera crediticia no ha sido tenido en cuenta adecuadamente. Cada crédito tiene intrínsecamente una pérdida esperada (o potencial). Esto debería reflejarse en la inclusión de una prima de riesgo adecuada en el tipo de interés de la operación y, consiguientemente, debería ser reconocida también como un coste mediante la oportuna provisión. De lo contrario, la imagen fiel de la rentabilidad y la solvencia del banco se distorsionaría a lo largo del tiempo. Existe un peligro aún mayor: una sobrevaloración de los beneficios podría conducir a un aumento de los dividendos (o de las dotaciones a obra social), que erosionaría la solvencia de las entidades. Por lo tanto, el reconocimiento de las pérdidas latentes es un principio de prudencia valorativa (similar a las reservas matemáticas de las compañías de seguros), que contribuye a corregir el sesgo cíclico actualmente existente en la cuenta de resultados.

Si el coste total del crédito no se reconoce y contabiliza adecuadamente, los gestores bancarios que deseen ganar cuota de mercado pueden verse tentados a cargar un tipo de interés insuficiente a los créditos concedidos durante las fases expansivas del ciclo económico. Los gestores más conservadores se verán impulsados a adoptar esta política de precios agresiva con el fin de proteger su cuota de mercado. Este comportamiento gregario es muy peligroso para la estabilidad del sistema bancario en su conjunto.

Todos estos elementos parecen apuntar en la misma dirección: existe la necesidad de una provisión estadística que cubra las pérdidas esperadas inherentes a la cartera crediticia. Esta provisión estadística debería considerarse como un coste para el banco y debería tenerse en cuenta en la valoración de la operación.

5. LA PROVISIÓN ESTADÍSTICA PARA INSOLVENCIAS

La nueva normativa sobre provisiones fue aprobada a finales de 1999, pero entró en vigor el 1 de julio de 2000 (11). Poveda (2000) explica las razones que motivaron el establecimiento de dicha provisión, así como su mecanismo de funcionamiento.

Existen dos métodos para cumplir con esta provisión y que difieren en la forma de calcular la pérdida esperada. En primer lugar, los bancos pueden utilizar sus propios modelos internos, basados en la experiencia de impagos de la entidad, para determinar la provisión estadística. Estos modelos internos deberán integrarse en un adecuado sistema de medición y gestión del riesgo de crédito, usar una base histórica que abarque, al menos, un ciclo económico completo y ser verificados por las autoridades supervisoras. La cartera crediticia deberá segmentarse en categorías homogéneas. Si el banco solo tiene modelos internos para uno o algunos de estos grupos, el Banco de España verificará que la entidad no practique una estrategia de *cherry picking*, que consiste en escoger solo aquellos grupos que más le favorecen. El método de los modelos internos ha sido autorizado por el regulador para alentar a los bancos a medir y gestionar su riesgo de crédito más en línea con la nueva propuesta del BPI de reforma del Acuerdo de Capital.

Alternativamente, para aquellas entidades que todavía no dispongan de modelos internos se podrá utilizar el método estándar basado en un conjunto de seis coeficientes establecidos por el regulador. La pérdida esperada con este método se calcula como el producto del coeficiente por la exposición al riesgo en cada una de las seis categorías de riesgo. Dichos coeficientes van desde el 0 % para los créditos sin riesgo apreciable hasta el 1,5 % para aquellos con riesgo alto.

El fondo para la cobertura estadística de insolvencias se dotará trimestralmente, con cargo a pérdidas y ganancias, por la diferencia positiva entre una cuarta parte de la estimación de

(11) Circulares del Banco de España 9/1999 y 4/2000.

las insolvencias globales latentes en las diferentes carteras de riesgos (utilizando los modelos internos o el método estándar) y las dotaciones netas de provisiones específicas para insolvencias realizadas en el trimestre. Si dicha diferencia fuese negativa, su importe se abonaría a la cuenta de pérdidas y ganancias con cargo al fondo para la cobertura estadística de insolvencias (en la medida en que exista saldo disponible). El fondo constituido de esta manera será, como máximo, igual al triplo del resultado de multiplicar los riesgos crediticios por sus correspondientes coeficientes (12).

Algunas fórmulas simples ayudarán a ilustrar el funcionamiento del antiguo y del nuevo sistema de dotación de provisiones.

Sistema antiguo

Provisión genérica:

Saldo: $GF = g^*L$, donde L es el crédito total y g el parámetro (0 %, 0,5 % o 1 %, según tipo de riesgo).

Provisión anual: $GP = g^* L$

Provisión específica:

Saldo: $SF = e^*M$, donde M es la morosidad y e el parámetro (entre 10 % y 100 %).

Provisión anual: $SP = e^* M$

Provisión anual total en el sistema antiguo (genérica + específica):

$AP = GP + SP = g^* L + e^* M$

Sistema nuevo

Provisiones genérica y específica: igual que en el sistema antiguo.

Provisión estadística:

Imputación anual del riesgo latente $Lr = s^*L$, donde s es el coeficiente medio (entre 0 % y 1,5 % en el método estándar).

Provisión anual: $StP = Lr - SP$

Si $SP < Lr$ (baja morosidad) $StP > 0$
(acumulación del fondo estadístico)

Si $SP > Lr$ (alta morosidad) $StP < 0$
(recurso al fondo estadístico)

Saldo del fondo estadístico: $StF = StPt + StFt-1$, con un límite: $0 \leq StF \leq 3^*Lr$

Provisión anual total en el sistema nuevo (genérica + específica + estadística), suponiendo que exista saldo suficiente en el fondo estadístico y no se alcance el límite máximo:

$AP = GP + SP + StP = g^* L + SP + (Lr - SP) = g^* L + s^*L$

La anterior expresión evidencia que la provisión que hay que hacer es la genérica más la imputación anual del riesgo latente en la cartera crediticia. En realidad, una parte de dicha imputación anual se asigna a la cobertura específica y el resto (en más o en menos) constituye la dotación estadística.

Como posibles consecuencias de la provisión estadística, las provisiones tendrán probablemente un comportamiento menos cíclico y disminuirá también la volatilidad de los resultados contables de los bancos. La medida en que esta menor volatilidad podría tener efectos reales es un tema mucho más complejo, que reborda el ámbito del presente trabajo (13). El principal efecto estabilizador de la provisión estadística se observará en la próxima fase recesiva, cuando los bancos puedan utilizar el fondo estadístico para cubrir las provisiones específicas (14). Los gestores que adopten unas estrategias de crecimiento del crédito muy agresivas deberán constituir más provisiones. Cuando se produzca una fase contractiva, el impacto sobre los resultados contables será menor, al utilizarse el fondo estadístico previamente constituido.

Desde un punto de vista teórico, el establecimiento de una provisión estadística podría considerarse como un mecanismo proporcionado por la autoridad reguladora para facilitar la coordinación entre los bancos, con el fin de eludir la trampa señalada por Rajan (1994). La obligación de cubrir las pérdidas esperadas con provisiones para insolvencias durante la fase expansiva contribuye a fortalecer la solvencia a medio plazo de los bancos y, probablemente,

(13) Si los accionistas del banco percibieran la menor volatilidad de los resultados como medida de un menor riesgo, podrían exigir una menor remuneración para financiar al banco.

(14) Cabe observar que, si la provisión estadística es inferior a la específica, se consignará la diferencia en el haber de la cuenta de resultados, con el consiguiente efecto neto de reducir la cantidad necesaria para cumplir con la provisión específica.

(12) El límite tiene en cuenta la deducción máxima no específica (4 %) establecida en la Directiva 86/635/CEE del Consejo de las Comunidades Europeas.

a conseguir que los gestores bancarios sean más conscientes del riesgo de crédito. Sin esta intervención «externa», si se dejaran las provisiones para insolvencias a la discrecionalidad de los gestores bancarios, nos podríamos encontrar *ex post* con un exceso de crédito y una situación de fragilidad financiera en el conjunto de la economía.

6. CONCLUSIONES

En este trabajo se analizan los fundamentos para un tratamiento cíclico adecuado de las provisiones para insolvencias. En España, al igual que en muchos otros países, el crédito bancario muestra un comportamiento fuertemente procíclico. En un contexto de fuerte presión competitiva, existe una tendencia hacia la relajación de las condiciones de concesión de créditos por parte de los bancos durante la fase expansiva, en vista del bajo nivel de morosidad existente, lo que contribuye a la acumulación de desequilibrios financieros en el sector no financiero. La baja calidad de estos préstamos solo se evidenciará con la aparición *ex post* de problemas de impagos, que tenderán a manifestarse en la fase recesiva del ciclo, con un desfase estimado de en torno a tres años en el caso de España.

En España, las provisiones han presentado, tradicionalmente, un sesgo procíclico, al estar ligadas, en gran medida, al volumen de activos dudosos existentes en cada momento. La coincidencia en la fase expansiva de políticas crediticias laxas y de un bajo nivel de provisiones revela que los riesgos latentes no reciben un tratamiento adecuado. En consecuencia, los resultados contables tienen a sobrevalorar el verdadero resultado económico en las fases de baja morosidad y alto crecimiento del crédito (ciclo expansivo) y a infravalorarlos en las de alta morosidad y bajo crecimiento del crédito (ciclo contractivo).

La nueva provisión estadística introducida recientemente intenta corregir estas distorsiones. La provisión estadística es una función creciente del riesgo de la cartera crediticia y está inversamente relacionada con la provisión específica para insolvencias. Cuando esta última disminuye, la provisión estadística aumenta, acumulando un fondo estadístico. Cuando las provisiones específicas vuelven a crecer en la fase recesiva del ciclo, se recurre de forma progresiva al fondo estadístico y el impacto sobre los beneficios queda suavizado. El resultado es una mayor correlación entre los ingresos y los costes derivados de la cartera de créditos a lo largo del ciclo y, por consiguiente, una mejor medición de los resultados bancarios.

Desde un punto de vista teórico, la nueva provisión podría considerarse como un mecanismo utilizado para corregir los efectos de determinadas ineficiencias que surgen en el sector bancario, como consecuencia de la miopía para los desastres, el comportamiento gregario, la información asimétrica y el corto horizonte temporal de los gestores bancarios.

Con la introducción de la provisión estadística se espera una mejora de la valoración del riesgo de crédito por parte de los gestores bancarios, lo que se traduciría en un adecuado reconocimiento contable e imputación temporal del riesgo de crédito *ex ante*, una reducción del comportamiento procíclico de las provisiones para insolvencias y una corrección de los sesgos cíclicos de los resultados bancarios.

21.11.2000.

BIBLIOGRAFÍA

- BEATTIE, V. A., P. D. CASSON, R. S. DALE, G. W. MCKENZIE, C. M. S. SUTCLIFFE y M. J. TURNER (1995). *Banks and Bad Debts: Accounting for International Losses in International Banking*, John Wiley & Sons.
- BERNANKE, B. S., M. GERTLER y S. GILCHRIST (1998). *The financial accelerator in a quantitative business cycle framework*, NBER Working Paper 6455.
- CROCKETT, A. (1997). «The theory and practice of financial stability», *Essays in international finance*, 203, abril, Princeton University.
- FUDENBERG, D. y J. TIROLE. (1995). «A Theory of Income and Dividend Smoothing Based on Incumbency Rents», *Journal of Political Economy*, vol. 103, nº 1, pp. 75-93.
- GORTON, G. y R. ROSEN (1995). «Corporate Control, Portfolio Choice, and the Decline of Banking», *The Journal of Finance*, vol. L, nº 5, diciembre, pp. 1377-1418.
- HERRING, R. (1999). «Credit Risk and Financial Instability», *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 15, nº 3, pp. 63-79.
- KEELEY, M. C. (1990). «Deposit insurance, risk, and market power in banking», *American Economic Review*, 5, pp. 1183-1200.
- KIYOTAKI, N. y J. MOORE (1997). «Credit Cycles», *Journal of Political Economy*, vol. 105, nº 2, pp. 211-248.
- MINSKY, H. (1982). «The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy», en C. Kindleberger (ed.), *Financial Crises*, Cambridge, Cambridge University Press.
- POVEDA, R. (2000). «La reforma del sistema de provisiones de insolvencia», *Boletín económico*, Banco de España, enero, pp. 79-91.
- RAJAN, R. G. (1994). «Why bank credit policies fluctuate: a theory and some evidence», *Quarterly Journal of Economics*, vol. CIX, nº 2, mayo, pp. 399-441.
- SALAS, V. y J. SAURINA (1999a). «Deregulation, market power and risk behavior in Spanish Banks», mimeo.
- (1999b). «Credit risk in two institutional settings: Spanish commercial and savings banks», mimeo.

INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

TIPOS DE INTERÉS ACTIVOS LIBRES DECLARADOS POR BANCOS Y CAJAS DE AHORROS

Situación al día 31 de octubre de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
GRANDES BANCOS					
BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA.....	7,00	33,18	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CRÉDITO	6,50	33,18	29,00	33,18	29,00
POPULAR ESPAÑOL	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
SANTANDER CENTRAL HISPANO.....	6,00	33,18	29,00	32,31	29,00
Media simple	6,56	33,18	29,00	32,53	29,00
RESTO BANCA NACIONAL					
ALBACETE	—	—	—	—	—
ALCALÁ	7,71	33,18	—	33,18	—
ALICANTINO DE COMERCIO.....	—	—	—	—	—
ALTAE BANCO.....	5,00	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
ANDALUCÍA	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
ASTURIAS.....	6,00	30,32	27,00	30,32	27,00
BANCOFAR.....	4,00	10,62	—	18,10	—
BANESTO BANCO DE EMISIONES	10,00	32,31	29,00	32,31	29,00
BANKINTER	4,75	23,88	22,00	23,88	22,00
BARCELONA.....	—	—	—	—	—
BBV BANCO DE FINANCIACIÓN	—	—	—	—	—
BBVA PRIVANZA BANCO	7,50	18,12	17,00	18,12	17,00
BSN BANIF	4,75	33,18	29,00	32,31	29,00
CASTILLA	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
CONDAL	4,50	10,47	10,00	10,47	10,00
COOPERATIVO ESPAÑOL	5,50	19,25	18,00	19,25	18,00
CRÉDITO BALEAR	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
CRÉDITO LOCAL DE ESPAÑA	—	18,00	18,00	19,56	18,00
DEPOSITARIO BBV	7,75	33,18	29,00	—	—
DEPÓSITOS	4,75	12,68	12,00	12,68	12,00
DESARROLLO ECONÓMICO ESPAÑOL.....	6,50	28,97	26,00	28,97	26,00
ESFINGE	6,25	15,63	—	22,50	—
ETCHEVERRÍA.....	5,35	20,44	—	20,11	—
EUROBANK DEL MEDITERRÁNEO	5,00	10,62	—	19,00	—
EUROPA	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
EUROPEO DE FINANZAS.....	6,00	23,88	22,00	23,88	22,00
FINANZAS E INVERSIONES.....	6,00	19,25	18,00	19,25	18,00
FINANZIA, BANCO DE CRÉDITO	7,50	33,18	29,00	32,31	29,00
GALICIA	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
GALLEGO	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	6,00	33,18	29,00	32,31	29,00
HBF BANCO FINANCIERO, S.A.....	6,00	33,18	29,00	33,18	29,00
HERRERO.....	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
HUELVA, EN LIQUIDACIÓN	—	—	—	—	—
INDUSTRIAL DE BILBAO.....	—	—	—	—	—
MAPFRE.....	6,75	10,62	—	10,62	—
MARCH.....	6,00	30,60	—	29,86	—
MURCIA	5,25	32,31	29,00	32,31	29,00
NOROESTE, EN LIQUIDACIÓN.....	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL	—	—	—	—	—
PASTOR.....	5,75	21,34	19,50	31,08	28,00

(Continuación) 2
Situación al día 31 de octubre de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
PATAGON INTERNET BANK	—	10,62	10,14	10,62	10,14
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	5,75	28,82	27,00	29,86	27,00
POPULAR HIPOTECARIO.	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
PROBANCA, SERVICIOS FINANCIEROS	4,90	20,39	—	—	(5,00)
PROMOCIÓN DE NEGOCIOS	—	—	—	—	—
PUEYO	8,42	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL	6,00	30,32	27,00	30,32	27,00
SABADELL MULTIBANCA	6,00	30,32	27,00	30,32	27,00
SANTANDER CENTRAL HISPANO INVESTMENT. .	5,00	10,62	10,14	10,62	10,14
SEVILLA, EN LIQUIDACIÓN	—	—	—	—	—
SOC. ESPAÑOLA BANCA NEGOCIOS	6,50	19,82	18,50	19,82	18,50
SOLBANK, SBD	6,00	30,32	27,00	30,32	27,00
UNOE BANK	—	—	—	—	—
VALENCIA	5,00	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
VITORIA	6,50	33,18	29,00	33,18	29,00
ZARAGOZANO	5,00	28,08	25,00	28,08	25,00
<i>Media simple</i>	<i>6,02</i>	<i>25,81</i>	<i>24,36</i>	<i>25,91</i>	<i>24,10</i>
BANCA EXTRANJERA					
A/S JYSKE BANK, S.E.	—	—	—	—	—
A.B.N. AMRO BANK N.V., S.E.	4,52	10,62	—	10,62	—
AMÉRICA	4,61	12,62	12,06	12,62	12,06
ARAB BANK PLC, S.E.	4,25	10,47	—	10,47	—
ÁRABE ESPAÑOL	6,00	26,56	—	28,07	—
ASSOCIATES CAPITAL CORPORATION	—	—	—	—	—
ATLÁNTICO	5,50	28,07	25,00	28,07	25,00
B.N.P.-ESPAÑA	4,00	10,62	10,35	—	(6,00)
BANCOVAL	7,00	8,00	—	—	(5,00)
BANKERS TRUST COMPANY, S.E.	3,16	10,00	—	10,00	—
BANKOA	4,00	29,00	—	29,00	—
BARCLAYS BANK	5,75	10,62	—	32,31	—
BARCLAYS BANK PLC, S.E.	4,75	10,62	—	32,31	—
BPI, S.E.	5,87	7,97	7,75	7,97	7,75
BRASIL, S.E.	7,00	12,50	—	—	(3,00)
BRUXELLES LAMBERT, S.E.	7,19	10,38	10,00	10,38	10,00
C. R. C. A. M. PYRENEES-GASCOGNE, S.E.	—	—	—	—	—
C. R. C. A. M. SUD MEDITERRANÉE, S.E.	—	—	—	20,31	—
CDC URQUIJO	4,25	29,97	26,50	29,97	26,50
CHASE MANHATTAN BANK, C.M.B.	4,50	10,63	10,14	(2,02)	(2,00)
CHASE MANHATTAN BANK, S.E.	4,50	10,63	10,14	(2,02)	(2,00)
CITIBANK ESPAÑA	6,50	33,18	29,00	(4,06)	(4,00)
CITIBANK N.A., S.E.	9,75	20,00	—	20,00	—
COMMERCIALE ITALIANA, S.E.	6,00	10,62	—	—	(3,00)
COMMERZBANK A.G., S.E.	2,80	13,65	13,00	13,65	13,00
CRÉDIT AGRICOLE INDOSUEZ, S.E.	—	10,62	10,36	10,62	10,36
CRÉDIT COMMERCIAL FRANCE, S.E.	6,25	13,65	13,00	(6,40)	(6,25)
CRÉDIT LYONNAIS, S.E.	5,00	21,55	20,00	21,55	20,00
CRÉDIT SUISSE, S.E.	4,60	9,25	—	9,25	—
DE LAGE LANDEN INT. B.V., S.E.	—	—	—	—	—

(Continuación) 3

Situación al día 31 de octubre de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
DEUTSCHE BANK	4,50	29,86	27,00	29,86	27,00
DEUTSCHE BANK A.G., S.E.	—	—	—	—	—
DEUTSCHE BANK CREDIT	6,00	10,62	—	13,75	—
DEUTSCHE HYP A.G., S.E.	—	—	—	—	—
DRESDNER BANK A.G., S.E.	4,84	10,62	10,10	10,62	10,10
ESPIRITO SANTO	4,50	32,31	29,00	32,31	29,00
ESTADO DE SAO PAULO, S. MADRID	4,75	14,14	13,75	14,14	13,75
EUROHYPO A.G., S.E.	—	—	—	—	—
EXTREMADURA	5,00	28,65	26,00	28,65	26,00
FCE BANK PLC, S.E.	6,37	10,62	—	6,37	—
FIMAT INTERN. BANQUE, S.E.	—	—	—	—	—
FIMESTIC	—	—	—	—	—
FRANFINANCE, S.E.	—	—	—	—	—
FORTIS BANK, S.E.	4,75	15,56	15,00	—	(3,00)
GENERAL ELECTRIC CAPITAL BANK	9,75	—	—	22,50	—
HALIFAX HISPANIA	—	10,62	—	—	—
HSBC BANK PLC, S.E.	5,20	10,57	10,30	(3,03)	(3,00)
HSBC INVESTMENT BANK PLC, S.E.	1,50	10,25	10,00	(3,03)	(3,00)
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN, S.E.	6,00	—	—	—	(2,00)
ING BANK N.V., S.E.	—	—	—	—	—
INVERSION	4,69	28,07	25,00	27,44	25,00
LLOYDS TSB BANK PLC, S.E.	5,25	10,60	10,20	(4,06)	(4,00)
LUSO ESPAÑOL	5,75	28,65	26,00	28,65	26,00
MADRID	—	—	—	—	—
MAROCAINE DU COM. EXT. INTERNAT	5,00	32,20	29,00	32,20	29,00
MONTE DEI PASCHI DI SIENA, S.E.	4,50	9,50	—	—	(2,00)
MORGAN GUARANTY TRUST CO, S.E.	5,33	9,35	9,00	9,55	9,35
NACIÓN ARGENTINA, S.E.	10,00	24,36	22,00	—	(4,00)
NATIONALE DE PARIS, S.E.	5,00	10,62	10,35	—	(6,00)
NAZIONALE DEL LAVORO, SPA, S.E.	6,13	26,25	—	20,40	—
NEWCOURT FINANCE S.N.C., S.E.	—	—	—	—	—
PARIBAS, S.E.	4,50	10,62	10,14	(2,02)	(2,00)
PORTUGUES DE INVESTIMENTO, S.E.	—	—	—	—	—
PRIVAT BANK	3,50	9,38	9,00	9,38	9,00
PSA FINANCE, S.E.	6,75	—	—	—	—
RABOBANK NEDERLAND, S.E.	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
ROMA, S.P.A., S.E.	5,75	10,25	10,00	—	(4,00)
ROYAL BANK CANADA EUROPE, S.E.	5,50	10,50	—	—	(2,00)
SIMEÓN	5,75	32,31	29,00	32,31	29,00
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, S.E.	5,75	10,62	10,22	(3,03)	(3,00)
SYGMA HISPANIA, S.E.	—	—	—	—	—
TOKYO-MITSUBISHI LTD, S.E.	4,50	24,32	—	(2,02)	—
UBS ESPAÑA	4,50	10,63	10,14	10,63	10,14
UCABAIL, S.E.	5,03	—	—	—	—
URQUIJO	4,75	29,97	26,50	29,97	26,50
WESTDEUTSCHE LANDESBANK GZ, S.E.	3,75	10,63	11,06	10,63	11,06
<i>Media simple</i>	5,31	16,74	16,62	19,97	18,89
TOTAL					
<i>Media simple</i>	5,66	21,34	21,01	23,64	22,54

(Continuación) 4
Situación al día 31 de octubre de 2000

CAJAS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ASTURIAS	6,25	24,98	22,00	23,88	22,00
ÁVILA	5,50	27,44	—	27,44	—
BADAJOS	4,00	18,70	—	19,25	18,00
BALEARES	4,90	20,39	—	26,24	—
BILBAO BIZKAIA KUTXA	5,25	20,40	19,00	20,40	19,00
BURGOS CÍRCULO CATÓLICO OBREROS	5,11	10,56	—	15,87	—
BURGOS MUNICIPAL	4,50	10,60	10,33	15,87	15,00
CANARIAS GENERAL	6,40	17,00	—	—	(8,00)
CANARIAS INSULAR	7,00	27,44	25,00	19,82	18,50
CARLET	4,59	13,65	—	19,25	—
CASTILLA-LA MANCHA	5,00	23,30	—	23,30	—
CATALUNYA	5,50	22,50	20,82	22,50	20,82
CECA	6,50	10,25	10,00	—	(2,00)
COLONYA-POLLENSA	5,92	24,32	23,00	25,06	23,00
CÓRDOBA	5,50	25,59	23,00	25,06	23,00
ESPAÑA DE INVERSIONES	5,10	23,21	—	(6,14)	—
EXTREMADURA	4,07	10,60	10,20	10,60	10,20
GALICIA	4,50	29,97	26,50	29,97	26,50
GIRONA	4,00	18,75	—	18,75	—
GIPUZKOA Y SAN SEBASTIÁN	6,50	18,68	17,25	18,68	17,25
GRANADA GENERAL	5,75	21,00	20,00	21,55	20,00
GUADALAJARA	5,75	24,44	—	18,11	—
HUELVA Y SEVILLA	5,00	22,48	20,45	18,75	17,31
INMACULADA DE ARAGÓN	5,50	26,82	—	26,25	—
JAÉN	5,00	26,56	—	27,44	—
LAJETANA	4,85	23,88	22,00	23,88	22,00
MADRID	5,00	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
MANLLEU	4,50	19,75	—	19,75	—
MANRESA	6,25	10,62	10,14	—	(5,00)
MEDITERRÁNEO	5,00	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA	5,00	18,75	17,56	—	(6,00)
NAVARRA	5,75	18,27	17,50	18,68	17,50
ONTINYENT	6,92	19,50	17,95	19,50	18,22
PENEDÉS	3,88	22,13	—	—	(10,00)
PENSIONES DE BARCELONA	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
RIOJA	5,75	19,25	18,00	19,25	18,00
SABADELL	6,25	21,26	19,75	21,26	19,75
SALAMANCA Y SORIA	5,25	13,75	—	13,75	—
SAN FERNANDO, SEVILLA Y JEREZ	7,25	22,50	—	—	(5,00)
SANTANDER Y CANTABRIA	5,75	28,07	25,00	(6,17)	(6,00)
SEGOVIA	6,00	18,75	—	18,75	—
TARRAGONA	5,75	20,44	18,75	20,11	18,75
TERRASSA	5,64	14,93	—	14,93	—
UNICAJA	5,00	27,44	25,00	27,44	25,00
VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE	4,30	28,07	25,00	28,07	25,00
VIGO, OURENSE E PONTEVEDRA	4,50	22,50	21,35	22,50	20,81
VITORIA Y ÁLAVA	5,75	18,74	17,94	18,74	17,55
ZARAGOZA, ARAGÓN Y RIOJA-IBERCAJA	5,87	10,62	—	24,00	—
TOTAL					
<i>Media simple</i>	5,40	20,87	19,94	21,39	19,95

(a) Tipos aplicables con carácter general; no comprenden los aplicables a los descubiertos de consumidores cuando las entidades los han diferenciado en virtud de la Ley 7/1995, de 23 de marzo.

(b) Las cifras entre paréntesis son recargos sobre el tipo contractual de la operación original.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 20 de octubre y el 21 de noviembre de 2000

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0088	BANK OF AMERICA, S.A.	26.10.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A PASEO CASTELLANA, 35.— 28046 MADRID.
COOPERATIVAS DE CRÉDITO			
3054	CAJA GRUMECO, S. COOP. DE CRÉDITO	25.10.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR CAJA R. DE MÁLAGA, S.C.C. (3072)
3159	CAJA POPULAR-CAIXA RURAL, COOP. DE CRÉDITO V.	02.11.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR CAIXA POPULAR-CAIXA RURAL, S. COOP. DE CRÉDITO V.
3159	CAIXA POPULAR-CAIXA RURAL, S. COOP. DE CRÉDITO V.	02.11.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A AVENIDA JUAN DE LA CIERVA, 9.— 46980 PATERNA (VALENCIA).
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO			
8735	NACIONAL FINANCIERA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DECRÉDITO, S.A.	16.11.2000	BAJA POR CAMBIO DE OBJETO SOCIAL.
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS COMUNITARIAS			
1464	NEWCOURT FINANCE (FRANCE) S.N.C., SUCURSAL EN ESPAÑA	03.11.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE CARDENAL MARCELO SPÍNOLA, 4 (PL. 3, EDIF. D-2).— 28016 MADRID.
	Nombre	Fecha recepción comunicación	Concepto

ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (ART. 20, 2ª DIR. DE COORDINACIÓN BANCARIA 89/646/CEE)

THE ROYAL BANK OF SCOTLAND (GIBRALTAR) LIMITED	21.09.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: REINO UNIDO.
DLJ BANK	17.10.2000	BAJA.
SACHSEN LB EUROPE PLC	23.10.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: IRLANDA.
CDC FINANCE	06.11.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
GUDME RAASCHOU	15.11.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: DINAMARCA.
LEHMAN BROTHERS BANKHAUS AKTIENGESELLSCHAFT	15.11.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ALEMANIA.
EUROHYPO AKTIENGESELLSCHAFT EUROPÄISCHE HYPOTHEKENBANK DER DEUTSCHEN BANK	16.11.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ALEMANIA.
FRANKFURTER HYPOTHEKENBANK A.G.	16.11.2000	BAJA.
DEUTSCHE CENTRALBODENKREDIT A.G.	16.11.2000	BAJA.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 20 de octubre y el 21 de noviembre de 2000 (continuación)

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS			
1735	CAMBIOS Y TRANSFERENCIAS ALFA Y OMEGA, S.A.	06.11.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE ISTÚRIZ, 11.— 28020 MADRID.
1736	MASTER ENVÍOS UNIDOS, S.A.	06.11.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE CARNICER, 10 (LOCAL).— 28039 MADRID.
SOCIEDADES DE TASACIÓN			
4399	ASSETS VALUATION ADVISERS, S.A.	16.11.2000	BAJA POR RENUNCIA.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales
Variaciones producidas entre el 20 de octubre y el 21 de noviembre de 2000

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Concepto</i>
BANCOS		
0227	UNOE BANK, S.A.	FUSIÓN
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO		
4794	NISSAN LEASING, SOCIEDAD ANÓNIMA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	FUSIÓN
8768	NISSAN FINANCIACIÓN, SOCIEDAD ANÓNIMA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	FUSIÓN

PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

El interés del Banco de España por conocer la estructura y el funcionamiento, actuales y pasados, de la economía española se traduce en una serie de investigaciones realizadas, en gran parte, por economistas de su Servicio de Estudios, por profesionales contratados para llevar a cabo estudios concretos o por licenciados becados por el Banco para elaborar tesis doctorales. Los resultados de estos estudios, cuando se considera que pueden ser de amplia utilidad, se publican como documentos de trabajo, estudios económicos, estudios históricos o libros, y se distribuyen como se indica en la última sección de este mismo Boletín.

En cualquier caso, los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

Miguel Á. Bringas Gutiérrez

**LA PRODUCTIVIDAD DE LOS FACTORES
EN LA AGRICULTURA ESPAÑOLA (1752-1935)**
ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA, Nº 39

En esta investigación se aborda uno de los temas relevantes de la historia agraria; nos referimos al estudio de la productividad de los factores en la agricultura española desde mediados del siglo XVIII hasta los años treinta de este siglo. Para ello, hemos calculado la tendencia a largo plazo de la productividad de la tierra, del trabajo agrícola y de la simiente desde 1752 hasta 1935, por la doble vía de analizar, tanto la evolución de las cantidades de los factores (relación entre la cantidad de producto obtenido y la cantidad de factor empleado) como la de los precios de estos factores productivos (precio de la tierra, salarios agrícolas, etc.). Además se ha añadido otro capítulo, en el que se realiza una estimación de la productividad total de los factores en la agricultura española entre 1800 y 1931.

**Francisco Alonso, Roberto Blanco, Ana del Río and
Alicia Sanchís**

**ESTIMATING LIQUIDITY PREMIA IN THE SPANISH
GOVERNMENT SECURITIES MARKET**
DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 0017

En este trabajo se estudia la presencia de primas de liquidez (rentabilidad adicional exigida por el mercado a los activos menos líquidos) en los precios relativos de los bonos negociados en el mercado español de deuda pública. En la primera parte se propone una clasificación de los bonos en cuatro categorías, según su grado de liquidez. En la segunda parte se estiman primas de liquidez, incluyendo nuevos parámetros en la estimación de la curva cupón cero. Los resultados sugieren la existencia de primas de liquidez en los bonos clasificados como *post-benchmark* (bonos que pierden el *status* de *benchmark* por la aparición de una nueva referencia *benchmark*), si bien su tamaño es relativamente pequeño. Por el contrario, la falta de liquidez de los bonos *pre-benchmark* (bonos recién emitidos que todavía no han alcanzado el *status* de *benchmark*) no parece estar valorada. Todos estos resultados son robustos al impacto de la fiscalidad en el precio de los bonos.

ARTÍCULOS Y PUBLICACIONES
DEL BANCO DE ESPAÑA

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

1999	Mes	Pág.	1999	Mes	Pág.
Informe trimestral de la economía española	Ene	7	El auge de los fondos de inversión: causas, implicaciones y perspectivas	Jul-Ago	69
Determinantes de la duración del desempleo: el paro de larga duración y la salida a un empleo fijo	Ene	53	Diferenciales interregionales de inflación y sus implicaciones para la Unión Monetaria	Jul-Ago	79
Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998	Ene	61	La nueva información solicitada por el Banco de España sobre la actividad bancaria clasificada por países	Jul-Ago	83
Publicación del libro <i>Monetary Policy and Inflation in Spain</i>	Ene	101	Las entidades de tasación: información estadística 1998	Jul-Ago	97
Evolución reciente de la economía española	Feb	7	Regulación financiera: segundo trimestre de 1999	Jul-Ago	105
La evolución del empleo y del paro durante 1998	Feb	21	Evolución reciente de la economía española	Sep	9
La economía latinoamericana en perspectiva	Feb	27	Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 1999	Sep	23
Evolución reciente de la economía española	Mar	7	La evolución del empleo durante el segundo trimestre de 1999	Sep	35
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1998 y avance de cierre del ejercicio	Mar	21	Principales cambios incorporados en la Contabilidad Nacional de España, base 1995	Sep	41
El ciclo económico en España y su relación con el europeo	Mar	33	Los costes unitarios del trabajo y la toma de decisiones de política monetaria en el contexto de la UEM	Sep	55
Algunas consideraciones sobre el cálculo del saldo público ajustado del ciclo	Mar	39	La compensación bancaria en España mediante procedimientos electrónicos. Una breve visión histórica	Sep	65
Premio de Economía de Castilla y León Infanta Cristina 1998 al Servicio de Estudios del Banco de España	Mar	47	Informe trimestral de la economía española	Oct	9
Informe trimestral de la economía española	Abr	7	La política monetaria y la economía real	Oct	55
Relación entre contratos laborales y financieros: un estudio teórico y empírico para el caso español	Abr	49	Optimalidad de las subastas de bonos: el caso español	Oct	69
El uso del cemento en la construcción por tipología de la obra	Abr	57	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1998	Oct	81
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1998	Abr	63	Regulación financiera: tercer trimestre de 1999	Oct	91
Regulación financiera: primer trimestre de 1999	Abr	113	Evolución reciente de la economía española	Nov	9
Evolución reciente de la economía española	May	7	Resultado de las empresas no financieras en 1998 y hasta el tercer trimestre de 1999	Nov	23
Medidas de inflación subyacente	May	21	La evolución del empleo durante el tercer trimestre de 1999	Nov	39
El canal del crédito bancario: un análisis empírico con datos empresariales	May	29	El sistema financiero español ante el «efecto 2000»	Nov	45
Un nuevo método para el control de calidad de los datos en series temporales	May	37	Estados Unidos. Desequilibrios de ahorro e inversión y cuentas financieras	Nov	53
Convocatoria extraordinaria de una beca para realizar un estudio sobre la contribución del Servicio de Estudios del Banco de España al conocimiento de la economía española	May	45	La economía española ante los retos de la globalización y de la integración en el euro	Nov	61
Evolución reciente de la economía española	Jun	9	Evolución reciente de la economía española	Dic	9
Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 1999	Jun	23	Diferencias entre los precios energéticos de España y de la UEM	Dic	23
La evolución del empleo durante el primer trimestre de 1999	Jun	35	Los mercados e intermediarios financieros españoles	Dic	33
Análisis de las magnitudes monetarias dentro de la UEM	Jun	41			
Los establecimientos financieros de crédito. Actividad y resultados en 1998	Jun	49			
Información sobre número de operaciones, personal y oficinas de las entidades de crédito a diciembre de 1998	Jun	71			
Informe trimestral de la economía española.	Jul-Ago	9			
Las modalidades de contratación en España: algunas consideraciones sobre el impacto de la última reforma	Jul-Ago	55			
			2000	Mes	Pág.
			Informe trimestral de la economía española	Ene	9
			¿Ha aumentado el grado de integración financiera durante los noventa?	Ene	55
			Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999	Ene	63

2000	Mes	Pág.	2000	Mes	Pág.
La reforma del sistema de provisiones de insolvencia	Ene	79	Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2000	Jun	31
Evolución reciente de la economía española	Feb	9	Precios del petróleo e inflación en el área del euro	Jun	45
La evolución del empleo y del paro durante 1999	Feb	25	Las operaciones principales de financiación del Eurosistema: las razones del cambio a un sistema de subastas a tipo variable	Jun	55
Evolución de los flujos de rentas por intereses en España entre 1995 y 1999	Feb	33	La rama de servicios en España: un análisis comparado	Jun	65
La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: efectos iniciales sobre el ahorro y los mercados financieros	Feb	43	Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	9
Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias	Feb	57	Las finanzas públicas europeas en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento: algunas cuestiones a debate	Jul-Ago	55
Crecimiento, inflación y desarrollo del sistema financiero en la OCDE	Feb	69	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1999	Jul-Ago	63
Evolución reciente de la economía española	Mar	9	Las entidades de tasación: información estadística 1999	Jul-Ago	73
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1999 y avance de cierre del ejercicio	Mar	23	Regulación financiera: segundo trimestre de 2000	Jul-Ago	81
Asimetrías de la economía española en el contexto de la UEM, según el modelo NIGEM	Mar	35	Evolución reciente de la economía española	Sep	9
Formación de precios a nivel empresarial e inflación: evidencia a partir de información sectorial	Mar	41	Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 2000	Sep	25
El Banco Español de San Fernando: un predecesor del Banco de España (1829-1856)	Mar	47	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2000	Sep	37
Reflexiones sobre la situación económica internacional. Conferencia pronunciada por el Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en el Club Siglo XXI	Abr	9	Disciplina fiscal y regímenes cambiarios en las economías emergentes	Sep	45
Informe trimestral de la economía española	Abr	21	Japón: Crisis y saneamiento del sector bancario	Sep	51
La interpretación de los diferenciales de inflación en la Unión Monetaria	Abr	67	Los establecimientos financieros de crédito. Actividad y resultados en 1999	Sep	63
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1999	Abr	77	Informe trimestral de la economía española	Oct	9
Regulación financiera: primer trimestre de 2000	Abr	135	Una estimación de primas de liquidez en el mercado español de deuda pública	Oct	63
Evolución reciente de la economía española	May	9	La demanda de dinero de las empresas: estimaciones con datos de panel	Oct	71
La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2000	May	23	Regulación financiera: tercer trimestre de 2000	Oct	79
Los nuevos mercados bursátiles: un instrumento para financiar la nueva economía	May	31	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Senado	Nov	9
Presentación de las cuentas financieras de la economía española. SEC/95. Serie 1995-1999	May	43	Evolución reciente de la economía española	Nov	13
Conferencia de Clausura del Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en las XXVII Jornadas de Mercados Financieros	Jun	9	Resultados de las empresas no financieras en 1999 y hasta el tercer trimestre de 2000	Nov	27
Evolución reciente de la economía española	Jun	17	La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre del año 2000	Nov	43
			Crédito bancario, morosidad y dotación de provisiones para insolvencias en España	Nov	51

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

PUBLICACIONES PERIÓDICAS

INFORME ANUAL (ediciones en español e inglés)

CUENTAS FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (edición bilingüe: español e inglés) (anual)

BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA (ediciones en español e inglés) (anual)

CENTRAL DE ANOTACIONES EN CUENTA (anual)

BOLETÍN ECONÓMICO (mensual)

ECONOMIC BULLETIN (trimestral)

BOLETÍN ESTADÍSTICO (mensual)

BOLETÍN ESTADÍSTICO (en disquetes, mensual)

BOLETÍN DE ANOTACIONES EN CUENTA (diario)

CENTRAL DE BALANCES. RESULTADOS ANUALES DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS (monografía anual)

CIRCULARES A ENTIDADES DE CRÉDITO

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA. RECOPIACIÓN (cuatrimestral)

REGISTROS DE ENTIDADES (anual)

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

53. ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE: Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994) (1995).
54. JUAN MARÍA PEÑALOSA: El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria (1996).
55. ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
56. JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
57. OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
58. JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
59. JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M^a TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

60. ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
61. ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
62. ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
63. GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
64. FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
65. ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
66. ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
67. JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
68. ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
69. JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

31. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II: La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
32. SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
33. FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
34. ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
35. M^a GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
36. CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
37. EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
38. ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
39. MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 9726 FRANCISCO ALONSO, JUAN AYUSO AND JORGE MARTÍNEZ PAGÉS: How informative are financial asset prices in Spain?
- 9727 JAVIER ANDRÉS, RICARDO MESTRE AND JAVIER VALLÉS: Monetary policy and exchange rate dynamics in the Spanish economy.
- 9728 JUAN J. DOLADO, JOSÉ M. GONZÁLEZ-PÁRAMO AND JOSÉ VIÑALS: A cost-benefit analysis of going from low inflation to price stability in Spain.
- 9801 ÁNGEL ESTRADA, PILAR GARCÍA PEREA, ALBERTO URTASUN Y JESÚS BRIONES: Indicadores de precios, costes y márgenes en las diversas ramas productivas.
- 9802 PILAR ÁLVAREZ CANAL: Evolución de la banca extranjera en el período 1992-1996.
- 9803 ÁNGEL ESTRADA Y ALBERTO URTASUN: Cuantificación de expectativas a partir de las encuestas de opinión.
- 9804 SOYOUNG KIM: Monetary Policy Rules and Business Cycles.
- 9805 VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Guide for using the programs TRAMO and SEATS.
- 9806 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Disinflation, output and unemployment: the case of Spain.
- 9807 OLYMPIA BOVER, PILAR GARCÍA-PEREA AND PEDRO PORTUGAL: A comparative study of the Portuguese and Spanish labour markets.
- 9808 VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Automatic modeling methods for univariate series.
- 9809 VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Seasonal adjustment and signal extraction in economic time series.
- 9810 PABLO HERNÁNDEZ DE COS E IGNACIO HERNANDO: El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas.
- 9811 SOYOUNG KIM: Identifying European Monetary Policy Interactions: French and Spanish System with German Variables.
- 9812 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y ALICIA SANCHÍS: Una clasificación por riesgo de los fondos de inversión españoles.
- 9813 JOSÉ VIÑALS: The retreat of inflation and the making of monetary policy: where do we stand?
- 9814 JUAN AYUSO, GRACIELA L. KAMINSKY AND DAVID LÓPEZ-SALIDO: A switching-regime model for the Spanish inflation: 1962-1997.
- 9815 ROBERTO BLANCO: Transmisión de información y volatilidad entre el mercado de futuros sobre el índice Ibex 35 y el mercado al contado.
- 9816 M^a CRUZ MANZANO E ISABEL SÁNCHEZ: Indicadores de expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo. La información contenida en el mercado de opciones. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9817 ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, EMILIO MUÑOZ AND JUAN PEÑALOSA: The controllability of a monetary aggregate in EMU.
- 9818 JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ Y JAVIER SANTILLÁN FRAILE: El papel del euro en el Sistema Monetario Internacional.
- 9819 EVA ORTEGA: The Spanish business cycle and its relationship to Europe.
- 9820 EVA ORTEGA: Comparing Evaluation Methodologies for Stochastic Dynamic General Equilibrium Models.
- 9821 EVA ORTEGA: Assessing the fit of simulated multivariate dynamic models.
- 9822 CORAL GARCÍA Y ESTHER GORDO: Funciones trimestrales de exportación e importación para la economía española.
- 9823 ENRIQUE ALBEROLA-ILA AND TIMO TYRVÄINEN: Is there scope for inflation differentials in EMU? An empirical evaluation of the Balassa-Samuelson model in EMU countries.
- 9824 CONCHA ARTOLA E ISABEL ARGIMÓN: Titularidad y eficiencia relativa en las manufacturas españolas.
- 9825 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: The long-run effect of permanent disinflations.
- 9901 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ RESANO: Instrumentos derivados de los tipos *Overnight: call money swaps* y futuros sobre fondos federales.
- 9902 J. ANDRÉS, J. D. LÓPEZ-SALIDO AND J. VALLÉS: The liquidity effect in a small open economy model.
- 9903 OLYMPIA BOVER Y RAMÓN GÓMEZ: Nuevos resultados sobre la duración del desempleo: el paro de larga duración y la salida a un empleo fijo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9904 IGNACIO HERNANDO Y JOSEP A. TRIBÓ: Relación entre contratos laborales y financieros: Un estudio teórico para el caso español.
- 9905 CRISTINA MAZÓN AND SOLEDAD NÚÑEZ: On the optimality of treasury bond auctions: the Spanish case.
- 9906 NADINE WATSON: Bank Lending Channel Evidence at the Firm Level.
- 9907 JOSÉ VIÑALS: El marco general de la política monetaria única: racionalidad, consecuencias y cuestiones pendientes.
- 9908 OLYMPIA BOVER AND MANUEL ARELLANO: Learning about migration decisions from the migrants.
- 9909 OLYMPIA BOVER AND PILAR VELILLA: Migrations in Spain: Historical background and current trends.
- 9910 FERNANDO RESTOY: Los mercados financieros españoles ante la Unión Monetaria.
- 9911 LUIS J. ÁLVAREZ AND M^a DE LOS LLANOS MATEA: Underlying inflation measures in Spain.
- 9912 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Estimation of the business cycle: a modified Hodrick-Prescott filter.
- 9913 ENRIQUE ALBEROLA AND JOSÉ MANUEL MARQUÉS: On the relevance and nature of regional inflation differentials: The case of Spain.
- 9914 AGUSTÍN MARAVALL: An application of tramo and SEATS. Report for the «Seasonal Adjustment Research Appraisal» project.
- 9915 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Seasonal outliers in time series.
- 9916 ENRIQUE ALBEROLA AND HUMBERTO LÓPEZ: Internal and external exchange rate equilibrium in a cointegration framework. An application to the Spanish Peseta.
- 9917 JOSÉ VIÑALS AND JAVIER VALLÉS: On the real effects of monetary policy: A central banker's view.
- 9918 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Short-term and long-term trends, seasonal adjustment, and the business cycle.
- 9919 J. ANDRÉS, J. D. LÓPEZ-SALIDO AND J. VALLÉS: Intertemporal substitution and the liquidity effect in a sticky price model.
- 9920 J. ANDRÉS, I. HERNANDO AND J. D. LÓPEZ-SALIDO: The role of the financial system in the growth-inflation link: The OECD experience.

- 9921 ÁNGEL ESTRADA AND IGNACIO HERNANDO: Microeconomic price adjustments and inflation: Evidence from Spanish sectoral data.
- 9922 CONCHA ARTOLA AND UNA-LOUISE BELL: Identifying Labour Market Dynamics using Labour Force Survey Data.
- 9923 JUAN AYUSO AND ROBERTO BLANCO: Has financial market integration increased during the nineties?
- 9924 IGNACIO FUENTES AND TERESA SASTRE: Mergers and acquisitions in the Spanish Banking industry: some empirical evidence.
- 0001 GEORGES SIOTIS: Market power, total factor productivity growth, and structural change. An illustration for Spain, 1983-1996.
- 0002 ALBERTO CABRERO: Seasonal adjustment in economic time series: The experience of the Banco de España (with the model-based method).
- 0003 LUIS GORDO Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El sistema de financiación vigente para el período 1997-2001. (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
- 0004 J. ANDRÉS, F. BALLABRIGA AND J. VALLÉS: Monetary Policy and Exchange Rate Behavior in the Fiscal Theory of the Price Level.
- 0005 MICHAEL BINDER, CHENG HSIAO AND M. HASHEM PESARAN: Estimation and Inference in Short Panel Vector Autoregressions with Unit Roots and Cointegration.
- 0006 ENRIQUE ALBEROLA AND LUIS MOLINA: Fiscal discipline & Exchange Rate Regimes. A case for currency Boards?
- 0007 SOLEDAD NÚÑEZ Y MIGUEL PÉREZ: La rama de servicios en España: un análisis comparado.
- 0008 OLYMPIA BOVER AND NADINE WATSON: Are There Economies of Scale in the Demand for Money by Firms? Some Panel Data Estimates.
- 0009 ÁNGEL ESTRADA, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Measuring the NAIRU in the Spanish Economy.
- 0010 EVA ORTEGA Y ENRIQUE ALBEROLA: Transmisión de *shocks* y política monetaria en la UEM. Un ejercicio con NIGEM. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0011 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: An Application of TRAMO-SEATS: Changes in Seasonality and Current Trend-Cycle Assessment. The German Retail Trade Turnover Series.
- 0012 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Notes on Times Analysis, ARIMA Models and Signal Extraction.
- 0013 JORDI GALÍ, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO AND JAVIER VALLÉS: Technology Shocks and Monetary Policy: Assessing the Fed's Performance.
- 0014 AGUSTÍN MARAVALL AND FERNANDO J. SÁNCHEZ: An Application of TRAMO-SEATS: Model Selection and Out-of-sample Performance. The Swiss CPI series.
- 0015 OLYMPIA BOVER, SAMUEL BENTOLILA AND MANUEL ARELLANO: The Distribution of Earnings in Spain during the 1980s: The Effects of skill, Unemployment, and Union Power.
- 0016 JUAN AYUSO AND RAFAEL REPULLO: A Model of the Open Market Operations of the European Central Bank.
- 0017 FRANCISCO ALONSO, ROBERTO BLANCO, ANA DEL RÍO AND ALICIA SANCHÍS: Estimating liquidity premia in the Spanish government securities market.

EDICIONES VARIAS (1)

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Comentarios a las sentencias del Tribunal Constitucional de 22 de marzo de 1988 (1988). 1.040 PTA (*).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Mercado de valores. Ley 24/1988, de 28 de julio (1988). 1.560 PTA (*).

FERNANDO SERRANO MANGAS: Armadas y flotas de la plata (1620-1648) (1989). 2.080 PTA (*).

MARÍA TERESA OLAZ NAVARRO: Inventario de los fondos del Banco de San Carlos en archivos del Estado (1989). 1.560 PTA (*).

BANCO DE ESPAÑA: Registros especiales a cargo del Banco de España. Resumen histórico de variaciones. (Años 1970 a 1989) (1990). 1.040 PTA (*).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de entidades de depósito y otros intermediarios financieros: normativa *autonómica* (1990). Segunda edición. 6.000 PTA (*).

BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 8.000 PTA (*).

PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 2.080 PTA (*).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito: normativa general. 3ª ed. (1994). 6.000 PTA (*).

MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 520 PTA (*).

BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 832 PTA (*).

JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 1.040 PTA (*).

RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (***).

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (**).

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 500 PTA (*).

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 4.680 PTA (*).

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (****).

SERVICIO JURÍDICO DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito. 4ª ed. (1999). 6.000 PTA (*).

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 884 PTA (*).

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (**).

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 2.000 PTA (*).

PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 1.500 PTA (*).

TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 1.560 PTA (*).

(1) Las publicaciones marcadas con un asterisco (*) son distribuidas por el Banco de España, Sección de Publicaciones. Los precios llevan incluido el 4 % de IVA. Las publicaciones marcadas con dos asteriscos (**) son distribuidas por Alianza Editorial. Las publicaciones marcadas con tres asteriscos (***) son distribuidas por Editorial Tecnos. Las publicaciones marcadas con cuatro asteriscos (****) son distribuidas por Macmillan (Londres).

DISTRIBUCIÓN, TARIFAS Y MODALIDADES DE SUSCRIPCIÓN

(1) (2000)

Todas las publicaciones pueden adquirirse en el Negociado de Distribución y Gestión (Sección de Publicaciones) del Banco de España, a excepción de aquellos libros en los que se indica otro distribuidor.

Informe anual (ediciones en español e inglés):

- España: 2.080 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

Cuentas financieras de la economía española (edición bilingüe: español e inglés):

- España: 2.080 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

Balanza de pagos de España (edición bilingüe: español e inglés):

- España: 2.080 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

Central de Anotaciones en Cuenta:

- España: 1.040 PTA.
- Extranjero: 2.000 PTA.

Boletín económico y Boletín estadístico (2):

- España:
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 20.800 PTA.
Suscripción a ambos boletines: 28.600 PTA.
Ejemplar suelto: 2.080 PTA.
- Extranjero:
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 31.000 PTA.
Suscripción a ambos boletines: 48.000 PTA.
Ejemplar suelto: 3.000 PTA.

Economic bulletin (2):

- España:
Suscripción anual: 7.488 PTA.
Ejemplar suelto: 2.080 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 14.250 PTA.
Ejemplar suelto: 3.000 PTA.

Boletín estadístico (en disquetes, mensual) (3):

- España:
Suscripción anual: 36.000 PTA.
Disquete suelto: 2.000 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 50.000 PTA.
Disquete suelto: 3.000 PTA.

Manual de la Central de Anotaciones:

- Ejemplar suelto: 5.200 PTA.

Registros de entidades (anual):

- España: 2.522 PTA.

Boletín de anotaciones en cuenta (4):

- España:
Suscripción anual por correo: 33.280 PTA.
Suscripción anual por fax: 33.280 PTA.
Números sueltos: 208 PTA.
- Extranjero (por avión): suscripción anual: 95.000 PTA.

Circulares a entidades de crédito:

- España: suscripción anual: 14.560 PTA.
- Extranjero: suscripción anual: 28.000 PTA.

Circulares del Banco de España. Recopilación:

- Recopilación: 7.280 PTA.
- Actualización anual: 3.120 PTA.

Publicaciones de la Central de Balances:

Monografía anual:

- España: Libro o CD-ROM: 2.000 PTA.

Estudios de encargo:

- Precio según presupuesto adaptado a cada petición (5).
- Proyecto BACH (*Bank for the Accounts of Companies Harmonised*):
— España: consultar a la Central de Balances.

Estudios económicos (Serie azul) y Estudios de historia económica (Serie roja):

- España:
Volumen normal: 884 PTA.
Volumen extra: 1.560 PTA.
- Extranjero:
Volumen normal: 1.800 PTA.
Volumen extra: 3.400 PTA.

Documentos de trabajo:

- España:
Suscripción anual: 7.280 PTA.
Ejemplar suelto: 312 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 10.000 PTA.
Ejemplar suelto: 430 PTA.

Memoria del Servicio de Reclamaciones

- España: 1.040 PTA.
- Extranjero: 2.000 PTA.

Ediciones varias (6).

- (1) Los precios para España llevan incluido el 4 % de IVA. Canarias, Ceuta, Melilla y extranjero están exentos del IVA, así como los residentes en el resto de la Unión Europea que comuniquen el NIF. En disquetes y CD-ROM se incluye el 16 % de IVA.
- (2) La suscripción al *Boletín económico y/o estadístico* incluye el envío gratuito del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de la *Balanza de pagos de España*. La suscripción al *Economic bulletin* incluye el envío gratuito de las *Cuentas financieras de la economía española*, de la edición en inglés del *Informe anual*, y de los Documentos de Trabajo (inglés y español). La distribución al extranjero será por vía aérea.
- (3) La suscripción al *Boletín estadístico* en disquetes incluye la información contenida en dicha publicación, pero con las «Series históricas» completas. La suscripción supone el envío simultáneo del correspondiente *Boletín estadístico*, y de las especificaciones técnicas y de manejo de los disquetes.
- (4) Incluye el envío gratuito de la Memoria de la Central de Anotaciones en Cuenta.
- (5) Dirigirse al Servicio de Difusión de la Central de Balances (teléfonos 91 3386931, 91 338 6929 y 91 338 6930, fax 91 338 6880; envíos postales a calle de Alcalá, 50, 28014 Madrid). No se acomete ningún trabajo sin la previa aceptación del presupuesto. No se atienden peticiones de empresas que hayan negado su colaboración.
- (6) Los precios de los libros que distribuye el Banco de España figuran a continuación de cada título. Dichos precios llevan incluido el 4 % de IVA en las ventas al territorio peninsular y Baleares. Para otros destinos, consultar precios.

Información: Banco de España. Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión.
Alcalá, 50. 28014 Madrid - Teléfono: 91 338 5180 - Fax: 91 338 5320 - e-mail: publicaciones@bde.es